

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MILANO
CORSO DI DOTTORATO IN SCIENZE GIURIDICHE
CURRICULUM DI DIRITTO COMMERCIALE - XXIX CICLO

L'ORGANIZZAZIONE DEGLI OBBLIGAZIONISTI
TRA DISCIPLINA SOCIETARIA E DELLA CRISI D'IMPRESA ED
AUTONOMIA CONTRATTUALE

ANTONIO MATINO

TUTOR:

Chiar.mo Prof. Matteo Rescigno

COORDINATORE DEL *CURRICULUM*:

Chiar.mo Prof. Roberto Sacchi

A.A. 2016/2017

INDICE

CAPITOLO I

ANTITESI TRA GRUPPO E INDIVIDUO E ORGANIZZAZIONE DEGLI OBBLIGAZIONISTI

1. Premessa.	1
2. Individuazione dell'ambito di indagine.	11
3. Il conflitto <i>interno</i> al gruppo obbligazionario. Dialettica tra diritti individuali e collettivi degli obbligazionisti e stato dell'arte in dottrina e in giurisprudenza.	19
3.1. L'interpretazione estensiva dell'art. 2415, comma 1, n. 2: critica.	24
3.2. La tesi che esclude l'estensione dell'art. 2415, comma 1, n. 2, alle modifiche inerenti i «dati tipizzanti» del prestito.	36
4. Il trattamento degli obbligazionisti nel “nuovo” diritto della crisi. Una proposta di rilettura dell'art. 2415 in chiave sistematica.	49
4.1. Ruolo e poteri dell'assemblea degli obbligazionisti nelle “nuove” procedure di concordato.	52
4.2. Classazione unitaria di obbligazionisti e creditori “finanziari” comuni. Ammissibilità e riflessi sul ruolo dell'assemblea e sulla posizione del singolo obbligazionista.	59
4.3. Il primato dell'assemblea degli obbligazionisti nelle “nuove” procedure di concordato.	63
4.4. Trattamento degli obbligazionisti “al di fuori” delle procedure di concordato, tenuto conto dell'evoluzione della disciplina concordataria.	76
5. Il supporto del dato comparatistico. In particolare, la disciplina statunitense.	79

CAPITOLO II

L'ORGANIZZAZIONE DEGLI OBBLIGAZIONISTI TRA DISCIPLINA E CONTRATTO

1. Premessa. Gli obbligazionisti tra organizzazione legale e autonomia contrattuale.	87
--	----

2.	Rilevanza domestica e transfrontaliera della questione proposta.	90
3.	Natura della disciplina organizzativa tra teoria generale del diritto societario ed autonomia privata.	96
3.1	La disciplina organizzativa nella prospettiva dell'emittente e del sistema capitalistico.	105
3.2	La disciplina organizzativa nella prospettiva degli obbligazionisti: inderogabilità "di protezione"?	111
3.3	Deroghe alla disciplina e tipicità normativa della fattispecie obbligazionaria.	117
3.4	Il supporto del dato comparatistico.	122
4.	Natura "tendenzialmente" derogabile del modello organizzativo e profili di diritto fallimentare.	136
5.	Dal diritto interno al diritto internazionale privato. Riflessi della ricostruzione proposta sull'assetto organizzativo delle emissioni all'estero di società italiane.	142

CAPITOLO III

I CONFLITTI DI INTERESSE TRA GLI OBBLIGAZIONISTI DALL'ORGANIZZAZIONE LEGALE AGLI ASSETTI CONVENZIONALI

1.	Ancora sulla dialettica tra gruppo e individuo. Dal modello legale all'integrazione convenzionale delle prerogative di gruppo.	157
2.	Le modalità di deroga ed integrazione della disciplina legale quale primo presidio a tutela di ciascuna parte del rapporto di prestito.	162
3.	La necessaria uniformità delle condizioni del prestito obbligazionario e il pari trattamento degli obbligazionisti.	170
4.	Conflitti di interesse e tutela degli obbligazionisti di minoranza nel modello organizzativo legale.	177
4.1	Interferenza di interessi esterni nel processo decisionale collettivo e tutela degli obbligazionisti di minoranza.	181
4.2	Interessi "atipici" ed organizzazione legale: conflitto di interessi od " <i>oppression of minority</i> "?	189
5.	Rafforzamento delle regole di soluzione del conflitto in presenza di un'organizzazione di natura pattizia.	196

CAPITOLO I

ANTITESI TRA GRUPPO E INDIVIDUO E ORGANIZZAZIONE DEGLI OBBLIGAZIONISTI

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Individuazione dell'ambito di indagine. - 3. Il conflitto *interno* al gruppo obbligazionario. Dialettica tra diritti individuali e collettivi degli obbligazionisti e stato dell'arte in dottrina e in giurisprudenza. - 3.1. L'interpretazione estensiva dell'art. 2415, comma 1, n. 2: critica. - 3.2. La tesi che esclude l'estensione dell'art. 2415, comma 1, n. 2, alle modifiche inerenti i «dati tipizzanti» del prestito. - 4. Il trattamento degli obbligazionisti nel “nuovo” diritto della crisi. Una proposta di rilettura dell'art. 2415 in chiave sistematica. - 4.1. Ruolo e poteri dell'assemblea degli obbligazionisti nelle “nuove” procedure di concordato. - 4.2. Classazione unitaria di obbligazionisti e creditori “finanziari” comuni. Ammissibilità e riflessi sul ruolo dell'assemblea e sulla posizione del singolo obbligazionista. - 4.3. Il primato dell'assemblea degli obbligazionisti nelle “nuove” procedure di concordato. - 4.4. Trattamento degli obbligazionisti “al di fuori” delle procedure di concordato, tenuto conto dell'evoluzione della disciplina concordataria. - 5. Il supporto del dato comparatistico. In particolare, la disciplina statunitense.

1. Premessa.

Le forme di finanziamento dell'impresa sociale vengono tradizionalmente suddivise dagli studiosi di finanza aziendale ⁽¹⁾ in due distinte categorie, a seconda che le stesse realizzino un apporto di risorse finanziarie qualificabili come capitale “di rischio” (*equity*) ovvero come capitale “di debito” (*debt*). Nell'ordinamento italiano il tipo sociale che, più di ogni altro, agevola l'accesso dell'impresa alle risorse finanziarie dell'uno e dell'altro tipo, ma anche – con il progressivo evolversi dei mercati finanziari e del diritto societario – a forme di approvvigionamento finanziario più innovative e sovente a cavallo tra *equity* e *debt* ⁽²⁾, è senz'altro quello della società per azioni ⁽³⁾.

⁽¹⁾ Si veda, in proposito, il noto lavoro sulla struttura del capitale d'impresa di F. MODIGLIANI – M. MILLER, *The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*, in *American Economic Review*, vol. 48, n. 3, June 1958, 261-297.

⁽²⁾ Si tratta di forme cc.dd. “ibride” di finanziamento dell'impresa sociale che presentano, al contempo, caratteristiche tipicamente proprie degli strumenti rappresentativi del capitale di rischio

Le capacità di approvvigionamento finanziario proprie della società azionaria si presentano in primo luogo potenziate, rispetto a quelle proprie delle *altre* società di capitali, per le modalità di rappresentazione e frazionamento del capitale sociale, incorporato, come è noto, in *titoli* destinabili all'offerta e alla negoziazione nei mercati dei capitali ed annoverati – proprio in virtù della loro fisiologica destinazione alla circolazione presso il pubblico – tra i «valori mobiliari», e quindi gli «strumenti finanziari» di cui al Testo unico dell'intermediazione finanziaria.

Sotto il profilo della raccolta del capitale di *debito*, la legge attribuisce poi alle società per azioni la facoltà – originariamente considerata un vero e proprio “privilegio” ⁽⁴⁾ – di emettere titoli obbligazionari ai sensi degli artt. 2410 e ss.

e di quelli rappresentativi del capitale di debito. Le combinazioni tra elementi propri dell'uno e dell'altro tipo sono molteplici e possono dar vita a fattispecie variamente articolate, tutte riconducibili, secondo la prassi internazionale, al più ampio *genus* degli *hybrid capital securities*, comunemente definiti, in ambito domestico, come “*strumenti finanziari ibridi*”. Per una recente e compiuta analisi delle singole fattispecie e delle ricadute che la contaminazione tra *equity* e *debt* può avere sulla disciplina applicabile a tali strumenti, si veda, da ultimo, A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, in *Collana di Diritto dell'Economia* diretta da P. G. Marchetti, Milano, 2013, 1 ss.

⁽³⁾ Si è infatti osservato che, per effetto della riforma del 2003, la novellata disciplina della società per azioni si segnala, rispetto a quella previgente «per una circostanza di fondo, attinente alla stessa configurazione concettuale della società: la quale non si presta più ad essere ricostruita in termini di (disciplina del) *soggetto dell'impresa*, e dunque di *imprenditore*, quanto piuttosto in quelli di disciplina, oggettiva, dell'impresa, e, in particolare, di *disciplina del suo finanziamento*, prima ancora che del suo svolgimento». Così, G. FERRI Jr, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 11-12, 805-806.

⁽⁴⁾ In particolare, nel suo contributo scientifico in materia di obbligazioni del 1951, Tullio Ascarelli definiva la possibilità di *creare* ed *emettere* obbligazioni come un «privilegio (a favore delle società per azioni e degli altri enti all'effetto equiparati) in deroga al principio generale [...] della impossibilità di debiti astratti, fuorché nei casi legalmente previsti», rilevando altresì che «la legge ha voluto riservare alle sole società per azioni, le cui partecipazioni sociali sono incorporate in titoli di credito, collocabili nel pubblico, il privilegio di poter provvedere al proprio finanziamento mediante titoli obbligazionari a loro volta collocabili nel pubblico» (cfr. T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, in *BBTC*, 1951, I, 29-32). Tale prospettiva, poi ulteriormente ripresa diversi anni dopo nel lavoro monografico di Domenico Pettiti (D. PETTITI, *I titoli obbligazionari della società per azioni*, in *Saggi di Diritto Commerciale*, collana diretta da T. Ascarelli, Milano, 1964, 7 ss.), merita oggi di essere, almeno in parte, ridimensionata, in considerazione dei plurimi interventi normativi varati, in via d'urgenza, dal Governo negli ultimi anni allo scopo di ampliare ed agevolare l'accesso da parte delle imprese italiane ai mercati dei capitali, domestici e non, consentendo non solo alle società per azioni ma anche alle società a responsabilità limitata la quotazione di obbligazioni (con riguardo alle prime) ovvero di titoli di debito (con riguardo alle seconde), per quanto – con riferimento ai titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata – permangono a tutt'oggi le più restrittive previsioni in termini di

cod. civ., a loro volta idonei, per le loro caratteristiche intrinseche e di disciplina, ad essere collocati presso il pubblico.

L'obbligo di rimborso, che contraddistingue le obbligazioni dagli strumenti di *equity*, determina l'instaurarsi di un rapporto giuridico tra la società emittente ed i portatori dei titoli obbligazionari indubbiamente diverso – e che merita di rimanere ben distinto – dal legame intercorrente tra la società ed i suoi azionisti. Su questo rilievo si fonda la tradizionale opinione ⁽⁵⁾ secondo cui le emissioni obbligazionarie, ove collocate sul mercato dei capitali, si rivolgano ad un pubblico di risparmiatori interessati ad un investimento caratterizzato da rendimenti non particolarmente elevati a fronte di un profilo di rischio tendenzialmente ridotto: una forma di investimento finanziario, quindi, dalle caratteristiche diametralmente opposte rispetto a quelle proprie degli strumenti rappresentativi del capitale di rischio (le azioni, *in primis*), che invece sopportano, per primi, i rischi derivanti dall'andamento della gestione sociale a fronte di una remunerazione del capitale investito potenzialmente più elevata.

Occorre peraltro precisare come tale prospettiva, ed in particolare la netta distinzione tra *equity* e *debt* e, coerentemente, passando dall'*oggetto* ai *soggetti* dell'investimento, tra diverse tipologie di *stakeholder* interessate al primo ovvero al secondo tipo di strumento finanziario, meriti oggi di essere in parte rivisitata

qualità soggettive del sottoscrittore e successiva circolazione dei titoli di cui all'art. 2483, comma 2, cod. civ. Con riguardo ai richiamati provvedimenti, il riferimento corre, più precisamente, al d.l. 22 giugno 2012, n. 83 (c.d. Decreto per la crescita), poi convertito con modifiche sostanziali in l. 7 agosto 2012, n. 134 e ulteriormente modificato con il d.l. correttivo 18 ottobre 2012, n. 179, a sua volta convertito in l. 17 dicembre 2012, n. 221. Sulla medesima materia il legislatore è poi tornato a circa un anno di distanza in due successive occasioni, con il d.l. 13 dicembre 2013, n. 145 (c.d. Decreto destinazione Italia), poi convertito in l. 21 febbraio 2014, n. 9, e con il d.l. 13 giugno 2014 n. 91 (c.d. Decreto competitività).

⁽⁵⁾ Si veda, in questo senso, D. PETTITI, *I titoli obbligazionari della società per azioni*, in *Saggi di Diritto Commerciale*, collana diretta da T. Ascarelli, Milano, 1964, 2, secondo cui l'appello al mercato dei capitali di debito, che trova luogo con l'emissione di obbligazioni «si rivolge, come è a tutti noto, non a finanziatori miranti ad ottenere un'alta remunerazione del loro capitale, connessa però ai rischi derivanti dall'andamento della gestione sociale, ma al pubblico dei risparmiatori che desiderano investire le loro disponibilità col minimo rischio, sia quanto al rimborso del capitale che al pagamento delle periodiche utilità», osservando come, proprio per tali sue caratteristiche, l'emissione obbligazionaria rappresenti una delle operazioni maggiormente idonee a realizzare una raccolta capillare o, con espressione ancor più efficace, un vero e proprio “*drenaggio*” di capitali, potenzialmente di entità assai considerevoli.

alla luce della profonda evoluzione e maturazione che i mercati finanziari hanno conosciuto nell'ultimo decennio, ed in particolare – lo si è già accennato – in ragione della diffusione e del riconoscimento legislativo, da un lato, di (i) strumenti finanziari che, pur qualificandosi come obbligazioni, presentino caratterizzazioni tipiche del capitale di rischio, quali, ad esempio, la clausola di subordinazione di cui all'art. 2411, comma 1, cod. civ. ovvero una remunerazione legata all'andamento economico della società (obbligazioni cc.dd. partecipanti *ex* art. 2411, comma 2, cod. civ.), e, dall'altro lato, di (ii) strumenti finanziari che, pur forniti dei diritti amministrativi tipicamente riconosciuti agli azionisti, *non* si qualificano come azioni ma piuttosto come strumenti finanziari *diversi*, cc.dd. partecipativi (art. 2346, comma 6, cod. civ.).

Tuttavia, pur dovendosi dare atto delle molteplici varianti e delle diverse combinazioni di *equity* e *debt* che possono plasmare ciascuna singola emissione nel rinnovato contesto del diritto azionario e dei mercati finanziari, permane a tutt'oggi la possibilità di identificare le azioni, per un verso, e le obbligazioni (quantomeno nella loro connotazione “semplice” o, per così dire, tradizionale), sul versante opposto, come i due *tipi* opposti di strumenti finanziari che, per antonomasia, rappresentano – rispettivamente – l'espressione cartolare dell'*equity* e del *debt*.

In particolare, focalizzando l'attenzione sulla fattispecie obbligazionaria, per quanto il riconoscimento di obbligazioni subordinate o indicizzate ne renda i contorni assai variabili, potendosi *quasi* arrivare a dissolvere la linea di confine che la separa dal capitale di rischio, l'obbligazione continua a godere di una indiscutibile autonomia *causale* e *tipologica* rispetto agli strumenti di *equity*, a prescindere da quale sia di volta in volta la concreta declinazione dello strumento obbligazionario (tra quelle astrattamente ammesse dal legislatore), se non altro in considerazione di un elemento pacificamente riconosciuto come caratterizzante ed

imprescindibile: il *diritto* – per quanto eventualmente subordinato o postergato – al rimborso del capitale investito ⁽⁶⁾.

Né tale affermazione appare smentita dalla circostanza che il legislatore della riforma abbia espressamente assoggettato alla disciplina delle obbligazioni anche gli strumenti finanziari, *comunque denominati*, che condizionano «i tempi e l'entità» del rimborso del capitale all'andamento economico della società emittente (art. 2411, comma 3, cod. civ.). Come è stato osservato ⁽⁷⁾, tali

⁽⁶⁾ Efficacemente, è stata adottata in dottrina l'espressione “*strumenti finanziari obbligazionari*” allo scopo di racchiudervi modelli di provvista finanziaria tra di loro eterogenei ma tutti accomunati da una nozione *ampia* di obbligo di rimborso a carico dell'emittente, che ricorre tanto nell'obbligazione di tipo classico (intesa come frazione di un rapporto di mutuo collettivo o plurisoggettivo, al più variabile nella remunerazione) quanto negli *strumenti finanziari* – comunque da qualificarsi come “*obbligazionari*” – di cui all'art. 2411, commi 1 e 2, cod. civ. Tali ultimi strumenti, infatti, per quanto presentino un obbligo di rimborso subordinato alla previa soddisfazione di altri creditori dell'emittente ovvero una remunerazione variabile o condizionata in dipendenza di parametri oggettivi (anche) relativi all'andamento economico della società, costituiranno pur sempre un'operazione di raccolta fondi *con obbligo* di rimborso, «secondo una nozione non necessariamente coincidente con l'obbligo di restituzione nel contratto di mutuo, ma comunque espressiva di una funzione di finanziamento»; in questo senso, si veda N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012, 2 ss.; in senso conforme, si esprime anche E. CIVERRA, *Il finanziamento delle società di capitali*, Milano, 2013, 192, secondo cui «la ricorrenza dell'elemento del diritto al rimborso – anche se condizionato – è quello che “fa categoria” e che porta con sé i caratteri normativi essenziali della competenza all'emissione e della esistenza dei limiti di emissione a garanzia di un equilibrato rapporto tra investimento e finanziamento». In senso conforme, si veda anche A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, 46 e 60, che, in maniera del tutto condivisibile, evidenzia come «una più accentuata partecipazione dei creditori alle sorti e al rischio d'impresa della società emittente in virtù del vincolo di subordinazione non pregiudica *per sé* la qualificazione del prestito come emissione obbligazionaria ed anzi rientra a tutti gli effetti nella relativa fattispecie normativa» fermo restando che «per quanto subordinate siano le obbligazioni, non si potrà prevedere che esse vengano postergate, nel pagamento degli interessi e, soprattutto, nel rimborso del capitale, alle pretese dei soci della società emittente in ipotesi di liquidazione (volontaria o coatta) di quest'ultima» e neppure si potrà prevedere che tali diritti siano «soddisfatti *pari passu* con i diritti dei soci alla quota di riparto» poiché in questi casi «i portatori delle obbligazioni parteciperebbero al rischio d'impresa in misura di fatto equivalente a quella dei soci della società emittente, tanto da porre in discussione la causa di finanziamento dell'operazione e scivolare verso una causa di natura prevalentemente partecipativa».

⁽⁷⁾ G. FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, 806 ss.; A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2012, 35 ss.; G. L. BRANCADORO, *Art. 2410, in Società di capitali. Commentario* a cura di G. Nicolini – A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 928 ss., secondo cui «se all'autonomia contrattuale è riconosciuta una vasta area di intervento per la creazione di strumenti finanziari “ibridi”, variamente articolati nell'attribuzione di diritti amministrativi e nella modulazione dell'intensità di assunzione del rischio d'impresa, le sole obbligazioni mantengono gli elementi essenziali inerenti alle operazioni di raccolta del capitale di credito: la *durata* limitata rispetto al contratto sociale, la previsione, *naturaliter*, del *rimborso* della somma finanziata e del *corrispettivo* (“rendimento”) per il finanziamento»; in senso parzialmente difforme, A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, 78 ss., il quale evidenzia come la fattispecie “*innominata*” di cui all'art. 2411, comma 3, cod. civ. appaia

strumenti non ampliano il *concetto tipologico* di obbligazione, che continua a designare tutti – e soltanto – quegli strumenti che non esprimano alcuna partecipazione al rischio della mancata restituzione del capitale investito in dipendenza dell'andamento dell'impresa sociale. Semmai, accanto al profilo *tipologico* viene a delinearsi un concetto *normativo* di obbligazione, che abbraccia tutti gli strumenti finanziari sottoposti alla relativa disciplina, comprensivo quindi non solo delle obbligazioni in senso proprio (ossia quelle rappresentative di un'operazione di prestito con *obbligo* di rimborso) ma anche degli strumenti, comunque denominati, che *non* garantiscano un diritto alla restituzione del capitale, essendo quest'ultimo condizionato all'andamento economico dell'emittente.

In altri termini, diversamente da quanto accade nel caso delle azioni e più in generale degli strumenti che “partecipino” al rischio d'impresa, l'emissione obbligazionaria realizza pur sempre un'operazione di *prestito* (e – come si avrà modo di evidenziare nel presente lavoro – è lo stesso legislatore a definirla come tale nella disciplina sull'organizzazione degli obbligazionisti), riconducibile sotto il profilo civilistico, guardando cioè al rapporto contrattuale che viene ad instaurarsi tra società ed obbligazionisti, ad una *causa mutuatizia* e volta a soddisfare il bisogno di capitale, di *debito* ma tendenzialmente a medio e lungo termine, da parte dell'emittente.

Già tali preliminari rilievi sulle caratteristiche del prestito obbligazionario lasciano intuire quanto diversa possa essere la relazione contrattuale che si innesta tra società ed obbligazionisti, quali parti *contrapposte* di un rapporto di credito, rispetto al legame intercorrente tra la stessa società e i suoi azionisti: questi ultimi,

ben più ampia rispetto a quella obbligazionaria – tipologicamente intesa – e non possa escludersi *tout court* che, tra le molteplici varianti possibili, la stessa possa assumere anche la foggia di obbligazioni vere e proprie. In particolare, ponendo il caso “limite” di uno strumento finanziario c.d. perpetuo, cioè che si caratterizzi per una durata particolarmente lunga, anche eventualmente coincidente con quella della società emittente, e preveda altresì una clausola di subordinazione *ex art.* 2411, comma 1, cod. civ., si verserebbe, secondo l'Autore citato, in una fattispecie qualificabile «si come obbligazione subordinata, ma anche come strumento il cui rimborso dipenda, nel tempo (lunga durata) e nell'entità (spiccata subordinazione) dall'andamento della società emittente». Per ulteriori riferimenti bibliografici in materia di strumenti cc.dd. irredimibili o perpetui, si rinvia alla successiva nota 44.

prendendo parte al contratto sociale, si rendono altresì compartecipi dell'iniziativa imprenditoriale comune e dei rischi alla stessa connessi e conseguenti.

Basti osservare che, se l'interesse del singolo azionista non può confliggere con l'interesse sociale, e laddove ciò avvenga la deliberazione assembleare che risulti deviata dall'interesse confliggente del socio sarà impugnabile a norma dell'art. 2373 cod. civ., l'interesse dell'obbligazionista, specie nell'esercizio dei diritti allo stesso attribuiti quale titolare dello strumento obbligazionario ⁽⁸⁾ e dunque *creditore* della società, ben potrà essere – e verosimilmente il più delle volte *sarà* – divergente da, se non del tutto contrapposto a, quello proprio della società medesima, sua debitrice.

Piuttosto, è tra gli stessi sottoscrittori e portatori delle obbligazioni emesse nell'ambito della medesima operazione di prestito che, per via della regolamentazione uniforme dei titoli nei quali il prestito è frazionato, viene ad instaurarsi una spiccata *comunanza* di interessi, derivante dalla piena omogeneità dei termini e delle condizioni che disciplinano il loro rapporto con la società debitrice, per quanto ciascun obbligazionista rimanga titolare di una sua propria ed *individuale* posizione di credito nei confronti della società emittente ⁽⁹⁾.

⁽⁸⁾ Tale affermazione non ha, peraltro, una portata assoluta, dovendo invece essere ridimensionata qualora l'emissione obbligazionaria sia caratterizzata da clausole in grado di incidere sulla posizione dei titolari delle obbligazioni emesse così da approssimarla a quella propria dell'azionista o comunque dei portatori di strumenti di *equity*, soprattutto in presenza di situazioni di crisi ovvero di temporanea difficoltà economico-finanziaria dell'emittente. Basti pensare, ad esempio, al caso in cui il regolamento di emissione del prestito preveda una clausola di subordinazione ai sensi della quale i diritti di credito degli obbligazionisti, a titolo di restituzione del capitale e di pagamento degli interessi, siano integralmente subordinati alla previa soddisfazione di tutti gli altri creditori della società emittente. È evidente che, in tali ipotesi, la posizione degli obbligazionisti potrebbe, per più concorrenti ragioni (prima fra tutte quella di essere esposti alle nefaste conseguenze di un eventuale fallimento della società prima ed in misura potenzialmente più rilevante di ogni altro creditore non egualmente subordinato dell'emittente) ritenersi in una certa misura allineata a quella propria degli azionisti più che a quella degli altri creditori che vantino nei confronti della società posizioni di credito garantite o comunque antegate rispetto a quelle dei primi.

⁽⁹⁾ Di indiscutibile attualità restano al riguardo le chiarissime pagine di G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 5, *Controlli. Obbligazioni*, Torino, 1988, rist. 1998, 487 ss., ove si evidenzia come tale situazione di *comunanza* di interessi, frazionati in una pluralità di posizioni individuali, ciascuna delle quali rappresentativa di un credito tendenzialmente esiguo, unitamente al lungo arco di tempo in cui il rapporto è normalmente destinato a svolgersi, renda necessaria la predisposizione di forme di coordinamento sul piano legislativo «al duplice *ma non contrastante* fine di assicurare una più

A ciò si aggiunga che la (tendenzialmente) modesta entità di ciascuna singola posizione di credito, l'incorporazione di tali posizioni in titoli che ne agevolano la circolazione e quindi il potenziale mutamento – anche in misura rilevante lungo la vita del prestito – dei soggetti finanziatori, così come la potenziale (e verosimile) dispersione dei titoli tra un numero significativo di soggetti, sono tutte caratteristiche proprie delle operazioni di prestito obbligazionario che fanno emergere l'esigenza di un coordinamento legislativo dei diversi, concorrenti ed, in alcuni casi, contrapposti, centri di interesse che vengono a svilupparsi in tale contesto.

Così, per contemperare i plurimi interessi coinvolti il legislatore ha dettato per gli obbligazionisti – ma anche, di riflesso, per la stessa società emittente – una specifica disciplina organizzativa, ai sensi della quale i sottoscrittori del prestito obbligazionario, al pari di ogni loro successore o avente causa, anche a seguito della circolazione dei titoli sul mercato, sono costituiti in una organizzazione di categoria, dotata di determinati poteri e competenze “di gruppo”.

Secondo la più diffusa ed accreditata lettura della disciplina ⁽¹⁰⁾, la stessa risponderebbe non solo all'esigenza di (a) coordinare le *posizioni individuali* dei

efficace tutela degli obbligazionisti e di agevolare, ove l'evolversi della situazione dell'emittente lo renda necessario, accordi modificativi delle originarie condizioni del prestito».

⁽¹⁰⁾ G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 488; ID., *Gli strumenti di finanziamento: le obbligazioni*, in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, a cura di P. Abbadessa – A. Rojo, Milano, 1993, 243; A. DE VITA, *La disciplina delle obbligazioni in Europa*, in *Società*, 1991, 357; L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, in *Obbligazioni - Bilancio* a cura di M. Notari e L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. G. Marchetti e L. A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Milano, 2006, 205. Secondo altro orientamento, la disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti appare invece fortemente sbilanciata a favore dell'emittente e primariamente finalizzata a facilitarne la libertà di manovra, pur a fronte di una massa rilevante di creditori; ciò anche in considerazione dell'influenza riverberatasi sulla disciplina codicistica delle scelte già precedentemente effettuate dal legislatore per regolare la posizione degli obbligazionisti nelle situazioni di insolvenza, sfociate in una prima embrionale forma di organizzazione nella disciplina del concordato preventivo (e precisamente, negli artt. 25 e ss. della l. n. 197 del 24 maggio 1903). In particolare, secondo un'autorevole opinione, limitando l'autonomia dei singoli obbligazionisti, la disciplina consentirebbe essenzialmente all'emittente di «più agevolmente ottenere da un'assemblea deliberante a maggioranza ciò che le sarebbe, altrimenti, assai arduo ottenere da ciascuno degli obbligazionisti» (così, F. GALGANO, *La società per azioni*, in *Tratt. Dir. comm. e dir. pubbl. ec.* diretto da F. Galgano, VII, Padova, 1988, 403); in senso conforme, si vedano anche G. CABRAS, *Le opposizioni dei creditori nel diritto delle società*, Milano, 1978, 173 ss. e T. ASCARELLI, *Azioni di diritto comune e diritti individuali degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1952, I, 12 ss.). Diversa appare la posizione di A. FORMIGGINI, *Diritti*

singoli obbligazionisti al fine di assicurarne una più efficace tutela nei confronti della società emittente, ma anche all'obiettivo di *(b)* consentire alla società di instaurare un dialogo unitario con la collettività degli obbligazionisti, piuttosto che con ciascun singolo obbligazionista, così da potere più agevolmente modificare od aggiornare le condizioni del prestito, ove ciò si renda necessario durante la vita dell'operazione alla luce del progressivo evolversi della relativa situazione economico-finanziaria, specie tenuto conto della natura di organismo produttivo – per definizione in costante evoluzione – propria del soggetto finanziato ⁽¹¹⁾.

Muovendo da tali prime considerazioni, si potrebbe dire che la disciplina relativa all'organizzazione degli obbligazionisti intenda assicurare un equilibrio tra gli interessi, variamente compositi, che di regola vengono in rilievo quando una società per azioni decida di indebitarsi nei confronti del “pubblico” (intendendosi per tale una cerchia potenzialmente vasta e non previamente individuata di soggetti) avvalendosi della facoltà di emettere obbligazioni.

In questa prospettiva, più oltre indagata in maggior dettaglio, l'istituzione di una organizzazione di gruppo *ex lege* potrebbe essere anche espressione di interessi ed

individuali degli azionisti privilegiati e degli obbligazionisti, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1952, 115 ss., secondo cui, per quanto l'organizzazione degli obbligazionisti sia tipicamente introdotta nelle legislazioni moderne per meglio tutelare gli interessi degli obbligazionisti medesimi, di fatto, per il modo in cui la disciplina è stata introdotta nell'ordinamento italiano, la stessa ha finito col peggiorare la loro posizione individuale. In maniera del tutto condivisibile, a tali posizioni si è tuttavia obiettato che, semmai, il potere dispositivo riconosciuto al gruppo, specie in ordine alle modifiche delle condizioni del prestito *ex art. 2415, comma 1, n. 2, cod. civ.*, realizza *anche* l'interesse della società, liberandola dalla necessità di ottenere il previo consenso di ciascun obbligazionista. Non è tuttavia possibile revocare in dubbio che una proposta di modifica delle condizioni del prestito *favorevole* alla società potrà essere approvata «solo se ricorrano circostanze obiettive che rendano ciò utile per gli obbligazionisti [...]. Il vantaggio per la società debitrice può concorrere ma non può essere né esclusivo né determinante» (così, G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 488); in senso conforme si vedano anche D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 200, e R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, Milano, 1981, 48-50; secondo tale ultimo Autore, anche sulla base di un riesame dei lavori preparatori al codice civile, «con l'organizzazione degli obbligazionisti viene resa possibile una difesa in forma collettiva, e non più individuale, degli interessi degli obbligazionisti; in questo modo si ha una protezione più efficace e un rafforzamento della posizione degli stessi».

⁽¹¹⁾ In questo senso, G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 487.

esigenze di tutela *ultra partes* ⁽¹²⁾, che – seppure estranei alla posizione contrattuale e soggettiva dei singoli obbligazionisti e della società emittente – il legislatore avrebbe comunque considerato meritevoli di protezione in coerenza con l'impianto complessivo del diritto azionario. Si tratta, in particolare, dell'interesse generale dei creditori sociali (diversi dagli obbligazionisti) che, sebbene *terzi* rispetto al rapporto di prestito obbligazionario, nutrono un evidente e certamente legittimo interesse affinché la struttura finanziaria della società debitrice, ove si avvalga del "privilegio" di finanziarsi creando ed offrendo sul mercato dei capitali i propri titoli obbligazionari, assicuri alla società medesima gli strumenti per *interloquire* con la propria controparte (marcatamente plurisoggettiva) in relazione alle vicende del credito ed essere così in grado, ad esempio, di proporre agli obbligazionisti di aggiornarne nel tempo le condizioni, possibilità di fatto negata qualora si richiedesse all'emittente di rintracciare ciascun portatore dei titoli ed instaurare un dialogo con ognuno di essi. La considerazione di tali *ulteriori* interessi potrebbe assumere un rilievo determinante sotto il profilo della qualificazione, se non dell'intera disciplina organizzativa degli obbligazionisti, almeno di talune delle singole disposizioni che la compongono, le quali – ove dettate per la protezione di interessi *diffusi* o comunque *ultra partes* – assumerebbero una rilevanza (anche) *esterna*, così sottraendosi alla disponibilità delle parti del prestito sottostante all'emissione obbligazionaria.

⁽¹²⁾ Secondo T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli*, 29, le norme dettate dal codice civile in materia di obbligazioni «non sono poste solo a tutela degli obbligazionisti; sono poste innanzitutto a tutela degli altri creditori della società e per ragioni di ordine pubblico». Secondo D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 38 e 202-204, «sulla natura imperativa [delle norme sull'organizzazione degli obbligazionisti] non pare possano esservi dubbi», sul presupposto che le forme *legali* (e non *convenzionali*) di organizzazione attesterebbero «il progressivo affermarsi della rilevanza sociale degli interessi degli obbligazionisti, in ordine ai quali si è sempre più avvertita una esigenza di tutela suggerita da sfiducia nel diretto governo di tali interessi da parte dei titolari. Questa tendenza [...] si inquadra in un generale orientamento dei vari legislatori a penetrare nei rapporti privati a scopo di difesa dei contraenti deboli». Sul tema della imperatività ovvero derogabilità della disciplina organizzativa in esame, ci si soffermerà più ampiamente nel prosieguo del presente lavoro, ed in particolare nei paragrafi 3 e 4 del successivo Capitolo II.

2. Individuazione dell'ambito di indagine.

È dunque nel più ampio contesto dell'articolazione e della potenziale interferenza dei plurimi centri di interesse individuati in premessa che, andando a colmare una evidente e da più parti segnalata lacuna del previgente codice di commercio del 1882 ⁽¹³⁾, si innesta la disciplina organizzativa degli obbligazionisti di cui agli articoli da 2415 a 2420 cod. civ. ai sensi della quale questi ultimi sono costituiti *ex lege* in un «gruppo unitario nel comune interesse dei singoli che lo compongono» ⁽¹⁴⁾.

Sotto l'egida del miglior perseguimento del *comune interesse*, il “gruppo” obbligazionario è stato così provvisto di veri e propri *organi* ⁽¹⁵⁾, consistenti in un'assemblea di categoria (art. 2415 cod. civ.), dotata – come meglio si dirà a breve – di una serie di competenze che le consentono di porsi quale interlocutore unico della società emittente su determinate materie, nonché di un rappresentante comune (art. 2417 cod. civ.), al quale è attribuita non solo la funzione di eseguire le delibere assunte dalla predetta assemblea, ma anche il compito di tutelare – ancora una volta – gli «*interessi comuni*» (art. 2418, comma 1, cod. civ.) degli obbligazionisti nei rapporti con la società emittente, *anche* in sede fallimentare

⁽¹³⁾ Tra gli studiosi che vivamente auspicavano l'introduzione di una disciplina legislativa in relazione all'organizzazione degli obbligazionisti meritano in particolare di essere ricordati Vivante e Navarrini i quali, già sotto il vigore del codice di commercio e sul modello delle scelte operate in altri Paesi, avevano messo in luce la necessità di un coordinamento collettivo delle posizioni individuali degli obbligazionisti (si vedano, in particolare, le ancora attuali pagine di C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, II, *Le società commerciali*, Milano, 1929, 341 ss. e di U. NAVARRINI, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Milano, 1924, 731 ss.).

⁽¹⁴⁾ Cfr. Relazione al codice civile, § 987.

⁽¹⁵⁾ Salve le diverse posizioni sul rapporto tra gli organi rappresentativi del gruppo obbligazionario e la struttura ed articolazione organica interna della società emittente, su cui ci si tornerà nel § 5 del successivo Capitolo II, la qualificazione giuridica dell'assemblea degli obbligazionisti e del rappresentante comune come “*organi*” – dopo qualche iniziale esitazione – appare ormai pacifica, con l'effetto, tra l'altro, che gli atti compiuti da tali organi saranno direttamente imputabili al gruppo obbligazionario e che quest'ultimo sarà direttamente responsabile degli eventuali illeciti commessi dal rappresentante comune nell'esercizio delle sue funzioni. Sul punto, si vedano, tra gli altri, S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1968, I, 138 ss.; P. SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, 1974, 226; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 509; ma anche, più di recente, L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, 205.

ovvero nell'ambito delle procedure di composizione concordata della crisi d'impresa ⁽¹⁶⁾).

Le competenze dell'assemblea degli obbligazionisti, organo avente funzioni di natura essenzialmente *deliberativa* (atteso che – come appena ricordato – tanto l'*esecuzione* delle delibere, quanto la *tutela* sostanziale e la rappresentanza processuale degli obbligazionisti per la tutela dei comuni interessi sono attribuite al rappresentante comune), sono individuate nel primo comma dell'art. 2415 cod. civ., che, da un lato, prevede un criterio di competenza di carattere generale (art. 2415, comma 1, n. 5), e, dall'altro lato, elenca analiticamente una serie di *specifiche* materie in ordine alle quali l'assemblea è competente a deliberare secondo il principio maggioritario, vincolando tutti gli obbligazionisti ancorché assenti, astenuti o dissenzienti (art. 2415, comma 1, nn. 1-4).

Muovendo dal criterio di carattere generale, la norma di chiusura contenuta nell'art. 2415, comma 1, n. 5, attribuisce all'assemblea la competenza a deliberare su qualsiasi materia «di interesse comune degli obbligazionisti»: tale categoria, se per un verso si sottrae ad una compiuta analisi casistica, per altro verso – anche

⁽¹⁶⁾ Sulla base del primo comma dell'art. 2418 cod. civ. si tende a riconoscere al rappresentante comune una sfera di autonomia nell'attuazione della tutela degli interessi comuni degli obbligazionisti. Secondo l'opinione prevalente, infatti, il rappresentante comune non è unicamente organo esecutivo delle decisioni assembleari ma è anche investito di poteri deliberativi in funzione della migliore tutela degli interessi collettivi. In questo senso, si vedano G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 514 ss.; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 254 ss.; R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, 74 ss.; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 185 ss.; S. PESCATORE, *Il rappresentante comune*, 149; e, per ulteriori riferimenti bibliografici in argomento, cfr. M. SARALE, *Le società per azioni. Obbligazioni*, in *Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale* fondata da W. Bigiavi, Torino, 2000, 426 ss.). Si è peraltro precisato che la libertà deliberativa del rappresentante comune resta comunque circoscritta dalle competenze specificamente attribuite all'assemblea dall'art. 2415, comma 1, nn. 1-4, cod. civ., con la conseguenza che – ad esempio – il rappresentante comune non potrebbe assumere iniziative da cui possa derivare una modificazione delle originarie condizioni del prestito, né aderire a proposte di concordato, in mancanza di previa approvazione assembleare; per contro, con riguardo alla categoria *residuale* delle materie di interesse comune di cui al n. 5 della richiamata disposizione, si realizzerebbe una competenza *concorrente* tra assemblea e rappresentante comune, fermo restando che le deliberazioni assunte dalla prima prevalgono sulle eventuali iniziative intraprese dal secondo, tenuto invece a dare esecuzione alla volontà assembleare (in questo senso, G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 514-515). Secondo D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 254-255, occorre peraltro distinguere tra «azioni che consentono un esperimento sia individuale che collettivo, e azioni che consentono solo un esperimento collettivo», ritenendo che «mentre le azioni rivolte contro i terzi possono essere deliberate dal r.c., per il promovimento di azioni contro la società o contro i suoi amministratori sia sempre necessaria la deliberazione dell'assemblea».

valorizzando il tenore *testuale* della norma, che fa espressamente riferimento ad “*altri*” oggetti di interesse comune – assume un pregnante significato sul piano sistematico, in quanto serve a precisare che il potere deliberativo del gruppo, riunito in assemblea, deve *sempre* intendersi funzionale al perseguimento di un interesse *comune* ed in ciò trovi il proprio limite ⁽¹⁷⁾.

In questo senso, anche le altre categorie analiticamente individuate dall’art. 2415 dovrebbero intendersi come una specificazione di alcune delle materie nelle quali in concreto può manifestarsi l’interesse *comune* degli obbligazionisti, per quanto – come si avrà modo di argomentare nel successivo § 3 del presente Capitolo – quando poi si è trattato di delineare in concreto il perimetro di specifiche competenze attribuite all’assemblea, così da tracciare una chiara linea di confine tra diritti *collettivi* (o, più propriamente, esercitabili a maggioranza) e diritti *individuali* degli obbligazionisti, il richiamo alla nozione di «interesse comune» non è parso risolutivo. In assenza di puntuale definizione legislativa ⁽¹⁸⁾, è infatti sullo stesso significato di tale ultima locuzione che a monte non si riscontra unanimità di vedute ⁽¹⁹⁾.

⁽¹⁷⁾ In questo senso, si vedano, tra gli altri, G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano* fondato da F. Vassalli, vol. X, Torino, 1985, 509; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 223 ss.; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 488; R. CAVALLO BORGIA, *Società per azioni. Tomo IV. Delle obbligazioni*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja – Branca*, a cura di F. Galgano, 2005, 151; G. PELLEGRINO, *L’organizzazione degli obbligazionisti*, Milano, 2008, 98.

⁽¹⁸⁾ Nella disciplina dell’organizzazione degli obbligazionisti, l’espressione «*interesse comune*» è piuttosto ricorrente (così in relazione ai poteri dell’assemblea, come appena visto, ma anche in relazione ai poteri del rappresentante comune ex art. 2418, commi 1 e 2, cod. civ.). Tuttavia – lo si è già osservato – manca una precisa qualificazione dell’interesse *comune* sul piano legislativo, essendo così rimesso all’interprete il compito di individuare come lo stesso debba essere inteso.

⁽¹⁹⁾ Basti osservare – anticipando solo in parte quanto si dirà più in dettaglio nel successivo § 3.1 – che, se una linea di pensiero ritiene vi sia sostanziale coincidenza tra l’*interesse comune* degli obbligazionisti, cui l’art. 2415 cod. civ. fa espressamente riferimento, e «l’interesse tipico di creditore al puntuale rispetto degli obblighi assunti da parte della società» (così, D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 34), secondo altro orientamento, più incline ad affermare la sensibilità di tale interesse alle vicende della vita sociale, l’*interesse comune* si esplicherebbe «nella tutela in forma unitaria dell’adempimento di obbligazioni globalmente assunte dalla società emittente verso il gruppo» (così, S. PESCATORE, *Il rappresentante comune*, 127); in questo senso, l’interesse del gruppo si qualificherebbe come «l’interesse a che permanga inalterata l’uniformità e l’unitarietà delle posizioni individuali derivanti dalla titolarità delle obbligazioni, e cioè l’interdipendenza delle singole posizioni stesse, proprio perché tale sussistenza assicura che le pretese creditorie dei singoli vengano soddisfatte dalla società in maniera egualitaria (così, G. PELLEGRINO, *L’organizzazione degli obbligazionisti*, 28). Appare sin da subito evidente che se si prende a

Venendo ora alle categorie specifiche di competenza, può osservarsi come – oltre a due materie di carattere *strumentale* rispetto alla stessa possibilità di *funzionamento* dell'organizzazione di gruppo, vale a dire (i) la nomina e revoca del rappresentante comune (art. 2415, comma 1, n. 1) e (ii) la costituzione di un fondo spese collettivo volto, nuovamente, alla tutela degli interessi comuni (art. 2415, comma 1, n. 4) – si prevedano due ulteriori attribuzioni che attengono *direttamente* alla sfera dei diritti sostanziali vantati da ciascun obbligazionista nei confronti dell'emittente, e precisamente la competenza a deliberare: (iii) in ordine alle «modificazioni delle condizioni del prestito» (art. 2415, comma 1, n. 2), nonché (iv) sulla proposta di concordato avanzata dalla società (art. 2415, comma 1, n. 3), che a sua volta comporta – di regola – una rilevante modifica (prima tra tutti, l'eventuale *falcidia del credito*) dei diritti incorporati nei titoli obbligazionari.

riferimento la nozione di «*interesse comune*» al fine di individuare, ad esempio, in via concreta ed analitica quali tra le possibili modificazioni delle originarie condizioni del prestito possano essere oggetto di deliberazione a maggioranza ai sensi dell'art. 2415, comma 1, n. 2, cod. civ. e quali invece debbano intendersi sottratte alla competenza assembleare in quanto attratte, secondo i generali principi del diritto contrattuale, dalla sfera dei diritti *individuali* di ciascun singolo obbligazionista, l'appiattimento dell'interesse *comune* a quello *tipico* di ciascun creditore dell'emittente ai sensi di un prestito obbligazionario (*id est*, quello ad ottenere puntuale soddisfazione delle ragioni di credito vantate ai sensi dei titoli posseduti) porterebbe ad escludere tutte quelle modificazioni che, *per se* considerate, alterino o comunque modifichino *in peius* tali ragioni di credito. Per contro, se l'interesse *comune* coincide con l'esigenza di mantenere una tutela *unitaria* dei diritti incorporati in tutti i titoli emessi nel contesto della medesima operazione, allora le maglie della competenza assembleare in ordine alle modificazioni del prestito possono espandersi potenzialmente *in via illimitata*, ricomprendendovi anche modifiche *peggiorative* dei diritti *individuali* di credito degli obbligazionisti, ove approvate dalle maggioranze di legge con effetto vincolante per tutti gli obbligazionisti (ancorché dissenzienti *ma* in minoranza) così da assicurare che tutte le posizioni di credito rappresentate nei singoli titoli facenti parte della medesima emissione obbligazionaria siano *egualmente* interessate dalle modifiche approvate in via assembleare e sia pertanto salvaguardata la piena uniformità del trattamento delle pretese creditorie dei singoli. Ed in questo senso, si veda, infatti, D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 228-230; S. PESCATORE, *Il rappresentante comune*, 128 ss.; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, 38; R. CAVALLO BORGIA, *Società per azioni. Tomo IV. Delle obbligazioni*, 132-134. Su tale orientamento, che non si ritiene di poter condividere del tutto e rispetto al quale si rendono necessari alcuni correttivi quando poi si tratti di alterare la stessa *causa*, ovvero gli elementi *essenziali e tipologici*, del rapporto di prestito, si tornerà, più ampiamente, nel successivo § 3 del presente Capitolo. Per una efficace sintesi dei contorni che la nozione di interesse comune ha assunto secondo le diverse ricostruzioni dottrinali, si veda anche M. SARALE, *Le società per azioni*, 362-364.

Il potere di modificare le originarie condizioni del prestito costituisce indubbiamente il punto più delicato della disciplina per il rischio, ampiamente avvertito dagli interpreti ⁽²⁰⁾, di abusi da parte della maggioranza in danno degli obbligazionisti di minoranza. In tal modo, si ammette infatti che, con deliberazione assembleare maggioritaria, possano essere accolte proposte di modifica avanzate dall'emittente, eventualmente anche *in peius* rispetto alle originarie condizioni del prestito (ad esempio, a fronte di momentanee situazioni di crisi o comunque di un deterioramento delle relative condizioni economico-finanziarie rispetto a quelle esistenti al momento dell'emissione). In tali circostanze, la deliberazione assembleare di accoglimento della proposta di modifica andrebbe così a sostituirsi al consenso che la società avrebbe dovuto raccogliere, secondo i generali principi del diritto dei contratti, da ciascun singolo obbligazionista, da esprimersi nelle forme di cui all'art. 1326 cod. civ.

Appare evidente come tale aspetto della normativa, che più di ogni altro *devia* dai comuni principi di diritto contrattuale, dia maggiore enfasi all'*antitesi* tra gruppo e individuo, in quanto viene a determinarsi una potenziale *preminenza* ⁽²¹⁾ del gruppo degli obbligazionisti rispetto alle posizioni individuali degli stessi e, conseguentemente, una possibile *compressione* dei diritti individuali degli obbligazionisti (ovvero, riprendendo un'espressione diffusa nell'ordinamento anglosassone, una «*oppression of minority*» ⁽²²⁾), specie laddove dissentano dalle modifiche proposte *ma* siano in minoranza rispetto alla collettività rappresentata

⁽²⁰⁾ Cfr., in questo senso, A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1963, 424; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 496; L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, 219.

⁽²¹⁾ In tal senso, si veda R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, 44, secondo cui tale preminenza sarebbe proprio il risultato del combinato disposto dell'art. 2415, comma 1, n. 2, cod. civ. e dell'art. 2419 cod. civ. In particolare, l'Autore ritiene che «l'organizzazione degli obbligazionisti ha la preminenza rispetto alle posizioni individuali degli stessi, come risulta dall'art. 2419 c.c., secondo cui le azioni individuali degli obbligazionisti sono precluse se incompatibili con le deliberazioni dell'assemblea, previste dall'art. 2415 c.c., e dall'art. 2415¹, n. 2, c.c.», non mancando tuttavia di precisare – e tale considerazione va senz'altro condivisa – che tale preminenza debba ritenersi più o meno marcata a seconda del modo in cui si interpreti la disposizione da ultimo richiamata. In senso conforme, si vedano anche D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 35 e G. FERRI, *recensione a D. PETTITI, I titoli obbligazionari*, 159.

⁽²²⁾ Su tale fattispecie, di matrice giurisprudenziale, si soffermerà più ampiamente l'attenzione nel § 4.2 del Capitolo II.

in assemblea. La *misura* di tale preminenza è poi strettamente connessa al *significato* che si intenda attribuire all'art. 2415, comma 1, n. 2, risultando tanto più marcata quanto più si allarghino sul piano interpretativo le maglie della competenza assembleare in discorso.

Come si avrà modo di vedere in maggior dettaglio nel successivo § 3, le posizioni espresse in argomento sia dalla dottrina, sia dalla giurisprudenza non sono state affatto univoche nel corso del tempo. Anticipando però alcune delle considerazioni che saranno più ampiamente svolte in seguito, si può sin da ora affermare che, accanto ad un orientamento che ha proposto una lettura decisamente ampia della previsione in discorso ⁽²³⁾, si riscontra nella gran parte degli interpreti che si sono interrogati circa l'esatta portata di tale competenza assembleare la tendenza a reagire all'anomalia rispetto al principio generale di autodeterminazione contrattuale restringendone per quanto possibile il perimetro applicativo ed escludendovi gli aspetti *essenziali* o *tipizzanti* del prestito quali, ad esempio, il diritto di *ciascun* obbligazionista al pagamento degli interessi e al rimborso del capitale oppure la conversione forzata del prestito in capitale di rischio dell'emittente ⁽²⁴⁾.

La tendenza interpretativa appena richiamata appare ancora più condivisibile oggi (specie sotto il profilo dell'inquadramento *sistematico* della disciplina) alla luce della progressiva evoluzione della legislazione italiana – ed in particolare il riferimento corre alle novità più di recente introdotte nel c.d. diritto della crisi d'impresa con cui la normativa dell'organizzazione degli obbligazionisti presenta significativi profili di intersezione ⁽²⁵⁾ –, ma anche in considerazione del dato comparatistico e dei più recenti sviluppi giurisprudenziali conosciuti da alcuni dei

⁽²³⁾ G. FERRI, *Le società*, 509; S. PESCATORE, *Il rappresentante comune*, 129; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 227.

⁽²⁴⁾ Tra gli altri, G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 496 ss.; A. GAMBINO – D. SANTOSUOSSO, *Società di capitali*, II, Torino, 2006, 175 ss.; B. LIBONATI, *Corso di diritto commerciale*, Milano, 2009, 34; S. AMBROSINI, *Obbligazioni*, in N. Abriani – S. Ambrosini – O. Cagnasso – P. Montalenti, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, Padova, 2010, 885 ss.; L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, 215 ss.; N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, 95 ss.; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 115 ss.

⁽²⁵⁾ Su tali novità si soffermerà l'attenzione nel successivo § 4.

Paesi finanziariamente più evoluti proprio sul tema del conflitto tra *collective right* e *individual right* nel contesto di emissioni obbligazionarie ⁽²⁶⁾.

Nondimeno, una volta individuato il perimetro (ed i *limiti*) della competenza assembleare secondo il percorso metodologico appena tracciato, il punto nodale della ricostruzione – che allo stato non risulta essere stato oggetto di considerazione specifica e su cui il presente lavoro si vuole soffermare – è *se* tale regola di competenza sia o meno espressione di una norma di carattere *imperativo*, come tale *indisponibile* alle parti del rapporto obbligazionario. In altri termini, assumendo per un momento che *non* tutti i termini e le condizioni del prestito obbligazionario possano essere modificati a maggioranza secondo la corretta interpretazione dell'art. 2415, comma 1, n. 2, cod. civ., occorre verificare *se* tale possibilità possa comunque essere recuperata sul piano convenzionale ed essere così oggetto di regolamentazione pattizia.

Più precisamente, si tratta di verificare se il regolamento di emissione possa attribuire espressamente all'assemblea degli obbligazionisti competenze *ulteriori* rispetto a quelle individuate dall'art. 2415 cod. civ. e segnatamente – con riguardo alle *modificazioni* delle *condizioni* del prestito – se l'autonomia contrattuale delle parti dell'operazione di prestito (vale a dire, società emittente e sottoscrittori del prestito obbligazionario) possa anche ricondurre tra le competenze dell'assemblea *quei* diritti e posizioni individuali che, in mancanza di una espressa manifestazione di volontà in tal senso da parte dei soggetti interessati, si ritiene debbano permanere nella disponibilità individuale di ciascuno di essi.

La soluzione del quesito proposto impone tuttavia di svolgere una preliminare analisi circa la stessa *natura* della disciplina relativa all'organizzazione degli obbligazionisti, in considerazione degli interessi che in essa vengono in rilievo e, quindi, in merito alla possibilità per le parti del rapporto obbligazionario di disporvi, anche in deroga all'assetto ed alle linee di equilibrio già tratteggiati dal legislatore.

⁽²⁶⁾ All'esame di tali profili sarà dedicato il successivo § 5.

La possibilità di riconoscere spazi di intervento dell'autonomia contrattuale nella materia qui considerata presuppone, infatti, il superamento di un duplice onere dimostrativo: da un lato – lo si è già anticipato in premessa – occorre appurare che la deroga ipotizzata (vale a dire, l'ampliamento pattizio delle competenze assembleari) non pregiudichi in qualche modo interessi *ultra partes*, di cui siano quindi portatori soggetti *terzi* rispetto alle parti del rapporto obbligazionario, eventualmente protetti dal legislatore per ragioni di ordine pubblico economico, e dunque sottratti alla disponibilità dell'emittente e dei suoi obbligazionisti; dall'altro lato, ove il primo onere dimostrativo sia positivamente assolto, occorrerà verificare che gli interessi privati delle parti, per quanto *unicamente* ascrivibili alla loro sfera giuridica soggettiva, siano per le stesse disponibili e non appaiano invece parimenti sottratti alla loro libertà contrattuale allo scopo di assicurarne una migliore tutela ed un più equilibrato contemperamento sul piano legislativo.

Per potere svolgere compiutamente tale analisi, sarà quindi necessario soffermarsi preliminarmente sulla *ratio* e sugli interessi coinvolti nell'intera disciplina sull'organizzazione degli obbligazionisti, posto che l'esame *isolato* di uno soltanto – sia pure tendenzialmente il più significativo – dei profili di tale esiguo, ma parimenti complesso, articolato porterebbe verosimilmente alla luce più interrogativi che non soluzioni. Assumendo infatti per un momento che la ricostruzione induca a sostenere la derogabilità della norma di competenza di cui all'art. 2415, comma 1, n. 2, cod. civ., in mancanza di una esaustiva ricostruzione degli interessi protetti dalla disciplina organizzativa e di una più estesa indagine su eventuali profili imperativi ed inderogabili della stessa, ben ci si potrebbe chiedere se ad analoga conclusione possa allora pervenirsi anche con riguardo ad altri rilevanti segmenti di disciplina, quali, ad esempio, l'*iter* e i *quorum* assembleari, la nomina del rappresentante comune ma persino, e più a monte, la stessa *esistenza* dell'organizzazione e degli organi di cui la stessa si avvale.

In altri termini, sviluppando ulteriormente la riflessione si perviene inevitabilmente al più radicale interrogativo se le parti del rapporto

obbligazionario non siano libere di rinunciare *tout court* – per via convenzionale – allo schema organizzativo di legge, soprattutto qualora una simile iniziativa sia volta a sostituire detto schema con un assetto contrattuale meglio confacente alle caratteristiche proprie di una determinata emissione. Un'esigenza, quest'ultima, tutt'altro che puramente teorica ed anzi piuttosto ricorrente e di indiscutibile rilevanza pratica anche nelle emissioni sui mercati di capitali esteri da parte di società italiane, ove si pone – come meglio si dirà nel prosieguo – il problema di allineare la regolamentazione del prestito allo *standard* riconosciuto dal mercato (straniero) cui l'emittente intenda rivolgersi.

3. Il conflitto *interno* al gruppo obbligazionario. Dialettica tra diritti individuali e collettivi degli obbligazionisti e stato dell'arte in dottrina e in giurisprudenza.

Dalla disciplina normativa della collettività degli obbligazionisti emergono due elementi essenziali: la presenza di una *organizzazione* di gruppo di natura legale e, al contempo, la *persistenza* di diritti *individuali* in capo ai singoli componenti del gruppo obbligazionario ⁽²⁷⁾. Da un lato, come già si è detto in premessa, il legislatore attribuisce all'assemblea degli obbligazionisti una serie di competenze, in ordine alle quali la delibera approvata in via maggioritaria vincola tutti gli obbligazionisti; dall'altro lato, le iniziative individuali di questi ultimi non vengono precluse *tout court* per essere avocate alla competenza dell'organizzazione di gruppo, prevedendosi piuttosto un criterio di coordinamento – ancorché imperfetto e, come si vedrà nel prosieguo, foriero di più di un dubbio interpretativo – tra azione individuale ed azione di gruppo.

In particolare, l'art. 2419 cod. civ. legittima espressamente le «azioni individuali» degli obbligazionisti: questi ultimi infatti *non* vengono spogliati, per il sol fatto di

⁽²⁷⁾ Così, L. BUTTARO, *Recensione* a D. PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964, in *BBTC*, 1965, I, 575.

essere parte dell'organizzazione di gruppo, della loro individuale posizione di credito e, coerentemente, neppure del diritto di tutelare in via parimenti individuale tale loro posizione nei confronti dell'emittente. Nondimeno, nell'ottica di far conciliare le due *concorrenti* – ma *non* reciprocamente escludenti – qualità di *creditore sociale* e *membro* del gruppo obbligazionario proprie di ciascun obbligazionista, il legislatore ha limitato la possibilità di intentare azioni individuali, precisando che le stesse non possano confliggere o, più precisamente, risultare “incompatibili” con le deliberazioni dell'assemblea previste dall'art. 2415 cod. civ. ⁽²⁸⁾.

⁽²⁸⁾ Per quanto la disposizione dell'art. 2419 cod. civ. faccia unicamente riferimento alle deliberazioni assunte dall'assemblea degli obbligazionisti, si discute se il criterio di coordinamento ivi previsto debba ritenersi applicabile anche rispetto alle azioni eventualmente promosse in via autonoma dal rappresentante comune a norma dell'art. 2418 cod. civ., allo scopo di «tutelare gli interessi comuni degli obbligazionisti nei rapporti con la società». A tale riguardo, l'opinione prevalente ritiene di dovere valorizzare la *ratio* sottesa all'art. 2419 cod. civ., privilegiando le forme di tutela riferibili alla collettività degli obbligazionisti ogni qualvolta vengano in gioco gli interessi comuni, nonché la funzione di interprete dell'interesse comune attribuita al rappresentante degli obbligazionisti. Viene così proposta una lettura *estensiva* dell'art. 2419 cod. civ., che – a tacere del suo tenore testuale – circoscriverebbe la libertà di iniziativa individuale dell'obbligazionista alle sole ipotesi di inerzia tanto dell'assemblea, quanto del rappresentante comune rispetto a materie di interesse comune. In questo senso, si vedano G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 520; S. PESCATORE, *Il rappresentante comune*, 149; R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, 74; A. FORMIGGINI, *Diritti individuali*, 117 ss.; ad ulteriore supporto dell'orientamento testé segnalato, tale ultimo Autore evidenzia, tra l'altro, che la disciplina attribuisce agli obbligazionisti un rimedio specifico per l'ipotesi in cui gli stessi non intendano aderire, e piuttosto desiderino opporsi, all'operato del rappresentante comune. Si tratta, in particolare, della possibilità di convocare l'assemblea, purché si sia titolari di almeno la ventesima parte del prestito obbligazionario emesso e non estinto, per deliberare la revoca e sostituzione del rappresentante; qualora tale rimedio non sia esperibile o comunque non abbia esito positivo, l'intervento *ad infringendum* del singolo obbligazionista sarebbe peraltro comunque possibile, secondo l'Autore, ma resterebbe soggetto alla valutazione del giudice, che potrebbe anche ritenere l'operato del rappresentante conforme all'interesse comune e, per l'effetto, prevalente rispetto all'azione individuale. Con riferimento a tale ricostruzione, occorre tuttavia evidenziare che il mancato richiamo alle iniziative intraprese dal rappresentante comune nella disposizione di coordinamento di cui all'art. 2419 cod. civ., non pare il frutto di una mera svista legislativa. Va infatti rilevato che nel Progetto d'Amelio del 1925 si faceva espressamente riferimento, all'art. 234, anche alle azioni promosse dal rappresentante comune, così escludendo la possibilità di azioni individuali con esse incompatibili, mentre, nel successivo Progetto Asquini del 1940, ed in particolare nel relativo art. 272, tale riferimento scompare del tutto. Si è osservato in proposito che, in mancanza di qualsivoglia spiegazione in merito a tale inversione di rotta nell'ambito dei lavori preparatori, il fatto che la disciplina positiva di cui all'art. 2419 cod. civ. non richiami espressamente le azioni autonomamente intraprese dal rappresentante comune ex art. 2418 cod. civ. non sia di per sé sufficiente per escludere che un'azione individuale sia comunque preclusa, ove incompatibile con le prime (in questo senso, R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, 75-76). In argomento, corre nondimeno l'obbligo di ricordare che l'art. 2419 cod. civ. costituisce indubbiamente una norma di carattere eccezionale, volta a stabilire, nello specifico campo di azione attribuito all'assemblea degli obbligazionisti, una prevalenza dell'iniziativa collettiva

Tale limite costituirebbe, secondo i più, la manifesta espressione di un *ulteriore* elemento caratterizzante della disciplina organizzativa: la *preminenza* del gruppo rispetto alle posizioni individuali dei singoli obbligazionisti, che resterebbero subordinate sia a quanto deliberato dall'assemblea, sia alle azioni collettive eventualmente intraprese in esecuzione di quanto dalla prima deciso o comunque avviate dal rappresentante comune nel perseguimento di interessi comuni ⁽²⁹⁾.

Occorre però osservare che tale elemento si arricchisce di significato sul piano interpretativo, contribuendo a delineare il rapporto tra diritti individuali e diritti collettivi degli obbligazionisti, solo nella misura in cui sia a monte chiaramente individuata la linea di confine tra quanto, per effetto della *vis attractiva* dell'interesse comune, ricada tra le competenze proprie del gruppo (e, dunque, nel potere deliberativo dell'assemblea e nel potere esecutivo e di intervento – anche in via *autonoma* – del rappresentante comune), e quanto invece esuli dal centro gravitazionale dell'organizzazione di gruppo per restare nella piena disponibilità di ciascun singolo obbligazionista, quale creditore *uti singulus* della società emittente.

rispetto a quella individuale, *in deroga* non solo ai principi generali del diritto dei contratti ma anche, e soprattutto, al diritto individuale di difesa dei propri diritti ed interessi legittimi, costituzionalmente riconosciuto e garantito (art. 24 Cost.). Da questo angolo visuale, la tendenza ad attribuire all'art. 2419 cod. civ. un ambito di applicazione più esteso rispetto a quello *letteralmente* ivi previsto potrebbe suscitare più di una perplessità sia sul piano della legittimità costituzionale, sia sul piano della coerenza rispetto ai criteri di interpretazione di cui all'art. 14 disp. prel. cod. civ. Al di là di tali complessi profili ermeneutici, si può comunque affermare che, anche ammettendo – per ipotesi – una lettura estensiva dell'art. 2419, così da ricomprendervi le iniziative intraprese dal rappresentante comune, la centrale questione della *preminenza* dell'iniziativa individuale rispetto a quella collettiva ruota essenzialmente intorno al riconoscimento, o meno, di uno “zoccolo duro” di situazioni individuali *indisponibili* al gruppo, in tutte le sue declinazioni organiche, e dunque a prescindere che l'interesse comune del gruppo sia tutelato e perseguito in via assembleare o piuttosto direttamente dal rappresentante comune, pur in mancanza di una previa deliberazione assembleare. In altri termini, si tratta pur sempre – e più a monte – di capire fin dove possa spingersi l'agire collettivo in nome della tutela degli interessi *comuni* degli obbligazionisti, anche in via *preminente* rispetto agli interessi del singolo.

⁽²⁹⁾ In questo senso, tra molti, si vedano G. FERRI, *Recensione* a D. PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964, in *Riv. dir. comm.*, 1965, I, 159 ss.; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 31 ss.; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 518 ss.; R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, 45 ss.; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 197 ss.

La *preminenza* del gruppo rispetto all'individuo, infatti, in tanto esiste ed è prevista a livello normativo in quanto si ricada nell'ambito di intervento che lo stesso legislatore abbia riconosciuto al primo, e dunque *a condizione che* si versi tra le materie di competenza dell'assemblea ai sensi dell'art. 2415. Tra queste, il potere di decidere in ordine alle *modificazioni delle condizioni* del prestito di cui all'art. 2415, comma 1, n. 2, si segnala – come detto – quale momento di maggiore esaltazione della dialettica tra diritti o poteri individuali e diritti o poteri collettivi degli obbligazionisti ed è del tutto evidente come l'interpretazione di tale disposizione abbia una diretta e significativa ricaduta sulla ricostruzione complessiva del rapporto tra l'organizzazione del gruppo obbligazionario e i suoi singoli componenti.

In altri termini, il criterio di coordinamento stabilito dall'art. 2419 cod. civ. non appare idoneo ad indicare, *per se*, il bilanciamento operato dal legislatore tra diritti individuali e interessi comuni degli obbligazionisti: per quanto tale disposizione abbia indubbiamente l'effetto di limitare l'agire del singolo allo scopo di salvaguardare l'operato del gruppo, la sua portata effettiva deve necessariamente essere valutata in ragione del terreno lungo il quale l'operato della collettività può svolgersi, i cui confini risulteranno più o meno estesi a seconda del modo in cui si interpretino le competenze di cui all'art. 2415 cod. civ., ed in particolare quella relativa alle modifiche del prestito, potenzialmente idonea ad incidere, anche spiccatamente, sulle posizioni individuali dei singoli obbligazionisti.

Se il ragionamento interpretativo portasse a delimitare il potere dell'assemblea di modificare le condizioni del prestito, salvaguardando una cerchia di situazioni individuali indisponibili a maggioranza, la tradizionale prospettiva – che ravvisa nella disciplina *de qua* una preminente emersione della volontà del gruppo rispetto alle posizioni individuali dei singoli obbligazionisti – potrebbe financo essere del tutto capovolta, dovendosi semmai discorrere di una preminenza dei diritti e dei poteri individuali dei singoli obbligazionisti *a meno che* non si versi in una delle materie espressamente attribuite alla competenza dell'assemblea ai sensi

dell'art. 2415. Una prospettiva quest'ultima che troverebbe ulteriore conforto nella circostanza che, anche con riguardo alle materie da ultimo menzionate, l'azione individuale non è oggetto di totale avocazione in favore del gruppo, il cui intervento non può perciò in alcun caso considerarsi "egemonico" ⁽³⁰⁾, come invece accade in altri ordinamenti europei ⁽³¹⁾, tanto è vero che l'iniziativa del singolo continua ad essere ammessa e legittimata purché *compatibile* con quanto eventualmente già deliberato dall'assemblea ⁽³²⁾.

⁽³⁰⁾ Così viene invece definito – ma tale definizione non appare, per quanto appena osservato, condivisibile – da G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 200.

⁽³¹⁾ È questo, ad esempio, il caso dell'ordinamento francese e dell'ordinamento spagnolo, nei quali – rispetto ai poteri attribuiti dalla legge all'organizzazione di gruppo e salvi gli ambiti di regola espressamente previsti e consentiti dal legislatore – si assiste ad una totale avocazione della competenza decisoria e degli strumenti di tutela con conseguente carenza di legittimazione del singolo obbligazionista. In particolare, con riguardo alla disciplina francese, gli obbligazionisti sono organizzati in una «*masse qui jouit de la personnalité civile*» cui è attribuita la funzione principale di tutelare gli «*intérêts commun des obligataires*» (Art. L228-46 *Code de commerce*). Quanto alla legittimazione all'esercizio delle azioni a tutela dei predetti interessi comuni, si precisa quindi che «*les représentants de la masse, dûment autorisés par l'assemblée générale des obligataires, ont seuls qualité pour engager, au nom de ceux-ci, les actions en nullité de la société ou des actes et délibérations postérieurs à sa constitution*» (Art. L228-54(1) *Code de commerce*) e che – a fronte di tale avocazione a favore del rappresentante *de la masse* – le iniziative intraprese dai singoli sulle medesime materie «*doit être déclarée d'office irrecevable*» (Art. L228-54(3) *Code de commerce*). Sulla disciplina previgente, cfr. G. HUREAU, *Les pouvoirs des assemblées d'obligataires*, Paris, 1948, 163 ss.; P. CORDONNIER, *Le nouveau régime des obligataires*, Paris, 1936, 63; e per ulteriori riferimenti bibliografici in argomento, v. anche D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 32 e R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, 49. Analogamente, in Spagna, l'art. 419 R.D. Leg., 1/2010, del 2 luglio, prevede che gli obbligazionisti siano costituiti *ex lege* in una organizzazione di gruppo (c.d. «*sindicato*»), competente a decidere, ove convocato in assemblea, per la *necessaria e migliore* difesa dei comuni interessi degli obbligazionisti (segnatamente, secondo il successivo art. 424 del richiamato Regio Decreto «*para acordar lo necesario a la mejor defensa de los legítimos intereses de los obligacionistas frente a la sociedad emisora, modificar, de acuerdo con la misma, las garantías establecidas, destituir o nombrar al comisario, ejercer, cuando proceda, las acciones judiciales correspondientes y aprobar los gastos ocasionados por la defensa de los intereses comunes*»). Quanto alle azioni individuali, si prevede che le stesse debbano essere compatibili sia con quanto deciso dal *sindicato* sia con le facoltà specificamente a quest'ultimo attribuite, essendo così ammissibili solo «*cuando no contradigan los acuerdos del sindicato, dentro de su competencia y sean compatibles con las facultades que al mismo se hubiesen conferido*» (art. 426 del citato R.D. Leg., 1/2010). In argomento, si veda N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari*, 83, anche per ulteriori riferimenti alla dottrina spagnola, seppure in relazione alla disciplina previgente.

⁽³²⁾ Ed anzi, proprio sul rilievo che – in mancanza di *contrasto* tra azione individuale e delibera adottata dall'assemblea degli obbligazionisti – l'art. 2419 cod. civ. fa salvo il diritto degli obbligazionisti di esercitare azioni individuali, si è osservato come tale regola possa prevalere su – e pregiudicare il successo di – iniziative di gruppo già avviate, ancorché non ancora sfociate in una formale delibera di approvazione in sede assembleare. In questo senso, si è posto ad esempio il caso in cui gli obbligazionisti fossero chiamati a valutare la fattibilità di un piano di ristrutturazione del debito e, previo esito positivo di tale valutazione, approvarne la realizzazione

3.1 *L'interpretazione estensiva dell'art. 2415, comma 1, n. 2: critica.*

Proprio in ragione di quanto sin qui rilevato, tra le competenze attribuite dal legislatore all'assemblea degli obbligazionisti, quella a deliberare sulle modificazioni inerenti le originarie condizioni del prestito costituisce l'attribuzione indubbiamente più seducente, ma, come detto, anche la più controversa. Sebbene ad essa sia stata dedicata una significativa attenzione da parte degli interpreti, a tutt'oggi gli orientamenti formati nel corso degli anni non hanno condotto a risultati del tutto univoci e condivisi.

Del resto, nella stessa Relazione al codice civile (n. 987) si riconosce che «il punto più delicato della riforma è per questa parte costituito dal potere riconosciuto agli obbligazionisti, che rappresentano la metà delle obbligazioni emesse e non estinte, di deliberare con effetto vincolante anche per gli assenti e i

in via assembleare accogliendo anche le conseguenti proposte di modifica delle originarie condizioni del prestito (al di là dell'ulteriore problema inerente la natura e la tipologia di modifiche ammissibili in sede assembleare, che verrà approfondito nel prosieguo del presente lavoro). Si è evidenziato in proposito che, nelle more della decisione degli obbligazionisti in ordine alla proposta di ristrutturazione finanziaria dell'emittente, l'iniziativa del singolo obbligazionista (si pensi alla costituzione in mora dell'emittente ovvero all'avvio di un'azione giudiziaria nei suoi confronti) potrebbe anche comportare il fallimento dello stesso, ove non sia in condizione di potervi far fronte, con conseguenze nefaste per tutti gli obbligazionisti. Ma allo stesso modo, se anche l'emittente fosse in grado di assorbire l'impatto di isolate iniziative da parte di singoli obbligazionisti, il soddisfacimento delle ragioni di credito di questi ultimi potrebbe in ogni caso comportare il fallimento dell'iniziativa di ristrutturazione collettiva del debito, non essendo verosimilmente i più disposti ad accettare comportamenti opportunistici dei singoli creditori in minoranza. Tali perplessità, sollevate in particolare da L. AUTUORI, *Artt. 2415 – 2420*, 223-224, possono in verità essere in parte ridimensionate, sotto il profilo della rilevanza pratica, se si aderisce alla tesi secondo cui il requisito della *incompatibilità* (tra azione individuale e delibera assembleare) sia destinato a prevalere rispetto all'ordine cronologico nel quale sia stata, rispettivamente, assunta la delibera e proposta l'azione individuale. Con la conseguenza che, tornando all'esempio della ristrutturazione del debito, quand'anche nelle more della decisione degli obbligazionisti in ordine all'approvazione della ristrutturazione proposta dall'emittente, uno o più singoli obbligazionisti avessero intrapreso azioni giudiziali individuali nei confronti dell'emittente, tali iniziative – fatta unicamente salva l'ipotesi (invero statisticamente poco probabile) di avvenuta formazione del giudicato – sarebbero in ogni caso destinate a cadere nel momento in cui l'assemblea approvasse la proposta di ristrutturazione del debito, per *sopravvenuta incompatibilità* con la relativa deliberazione. In questo senso, ed in maniera del tutto condivisibile (anche in ragione del tenore testuale dell'art. 2419 cod. civ., che non detta alcun criterio cronologico per l'applicazione della norma di coordinamento ivi prevista), si vedano G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 520; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 196, nt. 2. Sul coordinamento tra iniziativa individuale e competenza assembleare negli accordi di ristrutturazione per i quali sia fatta richiesta di omologazione ex art. 182-bis l. fall., si tornerà più ampiamente nel successivo § 4.3 e in particolare *sub* nota 99.

dissenzienti eventuali modificazioni delle condizioni del prestito, poiché in tal modo si attribuisce alla maggioranza indicata la facoltà di approvare mutamenti sostanziali dell'originario rapporto, quali possono essere quelli che attengono alla misura degli interessi, al rimborso anticipato delle obbligazioni e alle garanzie concesse all'atto dell'emissione».

Muovendo dal passo della Relazione appena richiamato un autorevole orientamento dottrinale ⁽³³⁾ ha ritenuto che le modificazioni del prestito suscettibili di deliberazione a maggioranza possano riguardare *anche* aspetti sostanziali o clausole essenziali del regolamento di emissione, ivi comprese, tra le altre, quelle riguardanti la misura degli interessi, nonché l'epoca e l'entità del rimborso della somma prestata dagli obbligazionisti, purché si tratti di modificazioni imposte dalla situazione dell'emittente e dunque obiettivamente giustificabili e non arbitrariamente adottate. In altri termini, quando la situazione della società emittente lo richieda, non sussisterebbero limiti ai poteri dell'assemblea, che ben può decidere, a maggioranza, di modificare *anche* le condizioni del prestito da cui discendano i diritti *individuali* di pagamento facenti capo a ciascun obbligazionista, sia in termini di remunerazione sia in termini di restituzione del capitale (*di debito*) dagli stessi investito nella società.

⁽³³⁾ Cfr. G. FERRI, *Le società*, 509; S. PESCATORE, *Il rappresentante comune*, 129; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1971, 38; R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, 44 e ss.; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1978, 191; ID., *Società per azioni. Tomo IV. Delle obbligazioni*, 151 ss., secondo cui in particolare «trovando l'organizzazione la sua ragion d'essere nell'esistenza di uno scopo comune e nell'intento di agevolarne la realizzazione, i poteri del gruppo non possono non ricomprendere ogni tipo di modifica accessoria o sostanziale che sia ritenuta necessaria per il perseguimento dell'interesse comune», ritenendo per un verso che «l'unico vero limite di competenza per materia dell'assemblea può [...] essere agevolmente ravvisato proprio nell'interesse collettivo degli obbligazionisti» e per altro verso che sia «sufficiente garanzia contro arbitrarie e pretestuose modificazioni [...] la maggioranza particolarmente elevata richiesta per la validità delle deliberazioni». In senso conforme, si veda anche D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 227 ss. secondo cui – quando si tratti di depauperare il contenuto economico delle posizioni individuali degli obbligazionisti – i poteri dell'assemblea degli obbligazionisti sono, entro la sfera di competenza del gruppo e salvo il conflitto di interessi, tendenzialmente *illimitati*. Ed in questo senso, da ultimo, v. anche N. DE LUCA – A. STAGNO D'ALCONTRES, voce *Obbligazioni di società*, in *Enc. dir.*, Milano, VI, 2002, 835, secondo cui l'assemblea degli obbligazionisti può assumere «decisioni che mutano anche sostanzialmente gli originari termini del rapporto» purché sussista un interesse meta-individuale del gruppo.

Gli orientamenti che, pur con differenti sfumature, riconoscono una portata tendenzialmente *illimitata* alla competenza assembleare inerente le modificazioni delle condizioni del prestito convergono nell'interpretare il requisito dell'*interesse comune* alla stregua di un limite di carattere generale del perimetro d'azione della maggioranza, sicché esulerebbe dai poteri dell'organo assembleare quello di deliberare su materie che non riguardino *collettivamente* gli obbligazionisti ⁽³⁴⁾.

Come anticipato nel precedente § 2, l'idoneità di tale requisito a fungere da crinale tra le posizioni disponibili a maggioranza e quelle riservate a ciascun obbligazionista suscita tuttavia più di una perplessità, specie se si tiene a mente il lungo (ed ancora irrisolto) dibattito sull'esatta interpretazione del concetto di interesse comune, su cui la dottrina ha assunto nel tempo posizioni differenziate.

Una linea di pensiero ha ritenuto che vi sia sostanziale coincidenza tra l'interesse *comune* degli obbligazionisti e «l'interesse tipico del creditore al puntuale rispetto degli obblighi assunti da parte della società debitrice» ⁽³⁵⁾. In questo senso, l'interesse comune costituirebbe in verità una proiezione *aggregata* degli interessi singoli ed *individuali* di ciascun obbligazionista, preso in considerazione quale *creditore* dell'emittente e quindi, per definizione, interessato al *puntuale* rispetto degli obblighi da quest'ultimo assunti, alla cui tutela unitaria sarebbe preordinata l'organizzazione degli obbligazionisti. Orbene, se questo è il vero significato da attribuire alla locuzione in discorso, non si vede però come possa risultare compatibile con l'interesse (comune a tutti gli obbligazionisti) ad ottenere il puntuale adempimento delle obbligazioni assunte dall'emittente la decisione di modificarne termini e condizioni in senso peggiorativo per i sottoscrittori e portatori del prestito o, ancor peggio, quella di *sopprimere*, in tutto o in parte, gli obblighi di pagamento originariamente assunti dalla società.

⁽³⁴⁾ A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, 412-413; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 34 e 228 ss.; R. CAVALLO BORGIA, *Società per azioni. Tomo IV. Delle obbligazioni*, 133; R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, 49-50; S. PESCATORE, *Il rappresentante comune*, 107; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili*, 38.

⁽³⁵⁾ D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 34. In senso critico, si vedano G. FRÈ – R. CAVALLO BORGIA, *Società per azioni. Tomo II. Delle obbligazioni*, Bologna, 2000, 58 ss.; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 20 ss.

A conclusioni differenti si potrebbe giungere ove si ritenesse che l'interesse *comune* sia quello di ottenere, *tempo per tempo*, il migliore soddisfacimento possibile rispetto alle obbligazioni originariamente assunte dall'emittente, tenuto conto delle sue mutate condizioni economico-finanziarie durante la vita del prestito ⁽³⁶⁾ ed alla luce di una valutazione prospettica che faccia ritenere il

⁽³⁶⁾ Si è evidenziato, a tale proposito, che in assenza del principio di maggioranza, il rifiuto di una minoranza anche esigua di obbligazionisti di aderire ai nuovi termini e condizioni del prestito proposti dalla società in crisi e in potenziale stato di insolvenza, verosimilmente ne impedirebbe l'accoglimento *anche* da parte di tutti gli altri obbligazionisti. Tale conclusione è agevolmente rincontrabile nella prassi, posto che difficilmente i creditori di una società in potenziale stato di insolvenza sono disposti a modificare, o rinunciare a, parte delle loro pretese ove esposti al rischio di possibili comportamenti opportunistici (c.d. *free rider*) da parte di una minoranza o anche di alcuno soltanto di essi.

Basti osservare che, nei finanziamenti bancari di grandi operazioni di acquisizione societaria, tipicamente realizzati in *pool* tramite la compartecipazione di una pluralità di istituti bancari e finanziari, ciascuno destinatario di una "quota di partecipazione" nel finanziamento, la tendenza in assoluto prevalente è quella di fornire alla società prenditrice non soltanto le risorse finanziarie necessarie per l'acquisizione della *target*, ma anche quelle che consentano il totale rifinanziamento del debito pre-esistente in capo a quest'ultima (ed eventualmente alle altre società del gruppo ad essa facenti capo) con un duplice obiettivo: (i) quello di escludere dal gruppo di società, quale risultante ad esito dell'operazione di acquisizione, la presenza di creditori finanziari *terzi* rispetto al *pool* delle banche finanziatrici; e, al contempo, (ii) quello di sottoscrivere una convenzione intercreditoria (c.d. *intercreditor agreement*) vincolante per i predetti istituti – nonché per ogni loro successore o avente causa in caso di sindacazione o successivo trasferimento delle quote di partecipazione nel finanziamento – ai sensi della quale vengono assunti reciproci impegni contrattuali volti a coordinare ogni futura decisione in ordine al finanziamento concesso, ivi compresa quella di intraprendere iniziative giudiziali nei confronti della società in caso di mancato pagamento ovvero inadempimento di altre obbligazioni assunte ai sensi della documentazione finanziaria, nonché stabilire l'ordine di priorità dei pagamenti tempo per tempo effettuati dalla società finanziata. In tal modo, l'intera classe dei creditori finanziari risulta vincolata alle pattuizioni intercreditorie ed è sventato in radice il rischio di comportamenti opportunistici da parte di uno o più degli operatori finanziari.

Anche sulla scorta di questi rilievi di ordine pragmatico, si è ritenuto che il «diritto della maggioranza degli obbligazionisti di modificare le condizioni del prestito vincolandovi anche la minoranza costituisce allora una regola che tutela allo stesso tempo l'interesse dell'emittente, oltre a quello degli obbligazionisti stessi» (così, L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, 208; in senso conforme, cfr. anche R. CAVALLO BORGIA, *Società per azioni. Tomo IV. Delle Obbligazioni*, 151, secondo cui *ratio* della disciplina sarebbe proprio quella di consentire ogni modifica, accessoria o sostanziale, che la mutevole situazione economico-finanziaria renda eventualmente necessaria).

In verità, quantomeno quando si tratti di incidere in misura significativa sui diritti individuali degli obbligazionisti, riducendo o comunque modificando *in peius* il diritto al pagamento degli interessi ovvero alla restituzione del capitale, tale conclusione parrebbe senz'altro condivisibile ove all'emittente non sia data altra alternativa (rispetto al sottoposizione alla procedura di fallimento) se non quella di richiedere agli obbligazionisti una revisione delle condizioni del prestito obbligazionario ex art. 2415 cod. civ.

Tuttavia, soprattutto a seguito dei recenti interventi di riforma che hanno interessato il c.d. diritto della crisi d'impresa (a partire dal d.l. 14 marzo 2005, n. 35, convertito nella l. 14 maggio 2005, n. 80, con il quale è stata introdotta la possibilità di suddividere i creditori in più «classi» nelle procedure di concordato), il legislatore italiano ha offerto all'impresa azionaria una tale pluralità di strumenti per la composizione concordata della crisi, ampliando notevolmente gli spazi di

sacrificio attuale effettivamente utile ed opportuno per gli obbligazionisti, in quanto funzionale al perseguimento di risultati futuri ⁽³⁷⁾. In questa prospettiva, infatti, persino la *totale* abrogazione dell'obbligo di restituire la somma prestata oppure la conversione del prestito in *equity*, potrebbe apparire compatibile e coerente con l'interesse comune degli obbligazionisti, in quanto miri a sventare il rischio di insolvenza della società emittente e le conseguenze maggiormente pregiudizievoli che dalla stessa potrebbero discendere per gli obbligazionisti (ad esempio, in termini di revocatoria fallimentare dei pagamenti da questi ultimi già ricevuti ⁽³⁸⁾).

manovra già previsti nel contesto della previgente disciplina delle procedure di concordato, da rendersi opportuna una ulteriore riflessione di ordine metodologico, interrogandosi in particolare se, al di fuori di tali procedure, ogni rilevante alterazione degli originari assetti contrattuali dei rapporti di credito (ancorché plurisoggettivi e incorporati in titoli, come nel caso delle obbligazioni) non debba piuttosto ritenersi assoggettata ai principi generali del diritto contrattuale, e dunque al consenso di tutte le parti coinvolte.

È, del resto, di palmare evidenza che la modificazione delle condizioni del prestito eventualmente approvata dall'assemblea degli obbligazionisti in sede di concordato, anche qualora implichi per gli obbligazionisti un sacrificio maggiore rispetto a quello imposto nella stessa procedura agli altri creditori (o *classi* di creditori), rimarrebbe ad ogni buon conto un sacrificio minore di quello che si verifica in ipotesi di modificazione peggiorativa delle condizioni del prestito ai sensi dell'art. 2415, comma 1, n. 2, quanto la società è *in bonis* ed analogo sacrificio non sia richiesto a tutti gli ulteriori creditori (obbligazionari e non) della società emittente (in questo senso, cfr., per tutti, R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, 12). Su tali profili, si tornerà più ampiamente nel successivo § 4.

⁽³⁷⁾ In questo senso, si veda G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 488 ss., secondo cui devono per contro essere considerate illegittime tutte quelle modifiche delle condizioni del prestito che non siano giustificate da «una situazione oggettiva della società che le faccia ritenere necessarie nell'interesse degli obbligazionisti». Conforme è anche il pensiero di S. PESCATORE, *Il rappresentante comune*, 129 ss., il quale aggiunge che «dovrebbero ritenersi modificabili tutte quelle situazioni attinenti al prestito, per consentire alla società, da una parte, ed agli obbligazionisti, dall'altra di rinsaldare l'operazione, impedendo il ricorso al fallimento o ad altre procedure concorsuali, ben più pregiudizievoli per gli uni e per l'altra. Sulla base di queste considerazioni risulterebbero allora modificabili tutti quegli elementi del prestito, che siano richiesti da particolari circostanze». Tuttavia, come meglio si dirà nel prosieguo e per le ragioni già in parte anticipate nella precedente nota 36, appare piuttosto discutibile che l'ottica del legislatore sia quella di configurare gli obbligazionisti come una categoria di creditori sociali chiamata a rendersi partecipe, più delle altre, delle situazioni di crisi dell'emittente ed a sacrificare la propria posizione creditizia così da scongiurare scenari di dissesto fallimentare aventi conseguente più deleterie, atteso che questa parrebbe piuttosto essere la *ratio* propria delle procedure di composizione concordata della crisi d'impresa, cui pure sono chiamati a partecipare gli obbligazionisti *ma* in concorso con tutti gli altri creditori della società.

⁽³⁸⁾ Si pensi, in particolare, al caso in cui la richiesta di soppressione dell'obbligo di rimborso sia formulata dall'emittente dopo avere effettuato una serie di pagamenti a favore degli obbligazionisti a titolo di interessi ed anche, eventualmente, a titolo di capitale (ove, ad esempio, il rimborso dei titoli segua un piano di ammortamento rateale). In tal caso, gli obbligazionisti potrebbero essere

Tuttavia, se si ritiene che l'interesse *comune* degli obbligazionisti ad ottenere il soddisfacimento delle proprie ragioni di credito debba essere inteso in senso *dinamico*, e dunque ponderato alla luce delle circostanze sopravvenute lungo la vita del prestito, l'interrogativo che a questo punto si pone è se una così complessa valutazione, sia sotto il profilo prospettico (in termini di apprezzamento delle future prospettive economico-finanziarie dell'emittente) sia sotto il profilo comparativo (rispetto ad altre soluzioni alternative concretamente praticabili), possa essere legittimamente rimessa al mero giudizio della maggioranza lasciando ad essa soltanto le sorti dei diritti individuali di pagamento di *tutto* il gruppo obbligazionario, compresi quegli obbligazionisti che, ancorché in minoranza, abbiano manifestato il proprio dissenso rispetto alla decisione assembleare o comunque non abbiano attivamente contribuito alla sua adozione.

Il tema appare di ancor più centrale rilevanza se si considera che – diversamente da quanto accade in sede concorsuale e nelle procedure di concordato in particolare – la decisione assembleare che approvi una modifica peggiorativa proposta dall'emittente *in bonis* non pare soggetta ad alcuno scrutinio giudiziale che consenta di verificare l'effettiva rispondenza all'interesse collettivo della decisione medesima. Anche per tale ragione, la questione qui sollevata non sembra poter essere adeguatamente affrontata focalizzando l'attenzione sulla sola disciplina della collettività prevista dal codice civile; piuttosto, si rende necessaria una ricostruzione *sistematica* degli equilibri tra gruppo e individuo nel contesto delle emissioni obbligazionarie anche alla luce dei poteri riconosciuti all'assemblea in sede concorsuale, con particolare riguardo al caso in cui sia

interessati alla soppressione dell'obbligo di rimborso dell'importo residuo in linea capitale o, ancor più, alla conversione del prestito in *equity*, qualora ciò consenta all'emittente di evitare l'insolvenza e, di riflesso, agli obbligazionisti di non essere esposti al rischio di revocatoria fallimentare dei pagamenti già ricevuti sino a quella data. In questo senso, si veda L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, 217, nt. 30, il quale evidenzia tuttavia come, in ragione della disciplina di cui all'art. 67 l. fall., la revocatoria richiede comunque la sussistenza di un elemento *soggettivo* (i.e., la *scientia decoctionis*, presunta *juris tantum* nei casi di cui all'art. 67, comma 1, n. 1, e che deve essere provata dal curatore nei casi di cui all'art. 67, comma 2) che ben può variare dall'uno all'altro obbligazionista e presumibilmente, anche in ragione dei flussi informativi tipicamente in loro possesso, sarà ben diversa per gli investitori istituzionali e per quelli *retail*, sicché può ben dubitarsi che l'interesse a scongiurare il rischio di revocatoria sia *comune* a tutti gli obbligazionisti.

avanzata dall'emittente una proposta di soluzione concordata della crisi (la cui approvazione, lo si rammenta, ricade specificamente tra le competenze dell'assemblea *ex art.* 2415, comma 1, n. 3, cod. civ.).

Una simile proposta, infatti, verosimilmente comporterebbe una sostanziale alterazione delle originarie condizioni del prestito (basti pensare alla falcidia di quanto dovuto dall'impresa emittente a titolo di rimborso del capitale e/o di pagamento degli interessi), ma ciò avverrebbe nel più ampio contesto di una "transazione collettiva" cui prenderebbero altresì parte gli ulteriori creditori (o *classi* di creditori) della società e la cui speciale disciplina certamente offre ai creditori (ivi inclusi gli obbligazionisti) di minoranza strumenti di opposizione e verifica, in via giudiziale, della decisione assunta dalla relativa assemblea, ove la proposta concordataria sia ritenuta peggiorativa rispetto ad altre «alternative concretamente praticabili» (artt. 129, comma 5, e 180, comma 4, l. fall.). Strumenti questi ultimi che non paiono essere invece offerti agli obbligazionisti in caso di approvazione da parte dell'assemblea, *ex art.* 2415, comma 1, n. 2, di modifiche *in peius* al di fuori delle ridette procedure, a meno che non si ritenga di poter rintracciare analoghe prerogative nell'art. 2416 cod. civ., interpretando estensivamente – ma sul punto ci si soffermerà più ampiamente in seguito – il sindacato giudiziario di legittimità della delibera ivi previsto ⁽³⁹⁾.

Tornando ancora per un momento al requisito dell'interesse comune, come detto largamente chiamato dai sostenitori della lettura estensiva dell'art. 2415, comma 1, n. 2, a fungere da presupposto e limite del potere assembleare a tutela dei diritti di ciascun obbligazionista *uti singulus*, merita rilevare come l'orientamento maggiormente accreditato tra gli interpreti individui l'interesse comune nella particolare forma di tutela *unitaria* e *collettiva* degli interessi degli obbligazionisti, che è resa necessaria dal carattere specifico dell'operazione di prestito obbligazionario, quale emissione di titoli di massa di rilevante entità nel

⁽³⁹⁾ Tali spunti di riflessione saranno più ampiamente sviluppati nel successivo § 4 del presente Capitolo.

valore e nel numero ⁽⁴⁰⁾. In questo senso, l'interesse collettivo degli obbligazionisti sarebbe essenzialmente rappresentato dalla necessità di conservare un trattamento unitario dei diritti individuali derivanti dai titoli detenuti, di modo che sia assicurato il mantenimento della condizione di *serialità* ed *omogeneità* dei titoli facenti parte della medesima emissione obbligazionaria, e conseguentemente l'*identità* di situazione giuridica fra gli obbligazionisti in quanto tali ⁽⁴¹⁾. Assicurando tale trattamento unitario ed uniforme, verrebbe quindi garantita la parità di trattamento da parte della società nei confronti di tutti i portatori dei titoli obbligazionari ⁽⁴²⁾.

Così inteso, l'interesse comune non consentirebbe però in alcun modo di valutare nel merito la rispondenza di una determinata decisione assembleare agli interessi propri di ciascun obbligazionista, nella sua obiettiva posizione di creditore della società emittente. In altri termini, il presupposto dell'interesse comune non verrebbe meno neppure nei casi in cui l'assemblea decidesse del tutto arbitrariamente ed in mancanza di ragioni obiettivamente giustificabili di abrogare, in tutto o in parte, i diritti di pagamento degli obbligazionisti, nella misura in cui gli effetti della delibera si riverberino comunque in via *paritaria* ed *uniforme* su tutti i titoli obbligazionari oggetto dell'emissione.

Appare quindi evidente che, nell'accezione appena richiamata, difficilmente il solo requisito della compatibilità della decisione assembleare con l'interesse comune può costituire un presidio efficace e concreto a tutela dei diritti individuali degli obbligazionisti, ove indebitamente intaccati o pregiudicati dalle decisioni assunte dalla maggioranza.

⁽⁴⁰⁾ R. CAVALLO BORGIA, *Società per azioni. Tomo IV. Delle obbligazioni*, 133; S. PESCATORE, *Il rappresentante comune*, 107; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 27 ss.; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 228 ss.

⁽⁴¹⁾ Di "identità" di situazione giuridica parla, in particolare, R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, 50, il quale evidenzia che «[p]roprio in quanto di interesse comune fra gli obbligazionisti si può parlare solo in quanto i titoli obbligazionari, di cui gli obbligazionisti sono portatori, abbiano caratteristiche uguali, si ammette, in caso di più serie di obbligazioni, l'esistenza per le differenti serie di obbligazioni di assemblee differenti e di differenti rappresentanti comuni».

⁽⁴²⁾ In questo senso, G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 28.

Secondo alcuni autori ⁽⁴³⁾, sarebbe peraltro lo stesso intervento di riforma del 2003 ad avallare una interpretazione estensiva dell'art. 2415, comma 1, n. 2. In particolare, per quanto tale intervento non abbia interessato (o almeno non direttamente) la disciplina organizzativa in esame, l'ampliamento in sede di riforma dei contorni della fattispecie obbligazionaria, sia sotto il profilo del contenuto dei titoli (art. 2414 cod. civ.), sia in punto di diritti degli obbligazionisti (art. 2411 cod. civ.), costituirebbe, secondo il richiamato orientamento, una conferma *indiretta* circa l'ampiezza dei poteri dell'assemblea, potenzialmente legittimata a modificare qualsiasi condizione del prestito ed ogni diritto individuale che dalla medesima discenda.

Come ricordato nel precedente § 1, è oggi espressamente riconosciuta la possibilità di emettere obbligazioni subordinate, ossia obbligazioni in cui il diritto al rimborso del capitale e al pagamento degli interessi è subordinato, in tutto o in parte, al pagamento di altri creditori della società (artt. 2411, comma 1, e 2414, comma 1, n. 4, cod. civ.); parimenti, è legittima la previsione di clausole di indicizzazione degli interessi (artt. 2411, comma 2, cod. civ. e 2414, comma 1, n. 4, cod. civ.) ai sensi della quale i tempi o l'entità del pagamento degli interessi corrispettivi dipendano da parametri oggettivi *anche* (ma non necessariamente) relativi dall'andamento economico della società emittente. Al di là delle fattispecie legislativamente tipizzate, è altresì pacificamente riconosciuta la riconducibilità allo schema obbligazionario di strumenti finanziari cc.dd. perpetui, aventi una scadenza coincidente con la durata statutaria della società emittente ⁽⁴⁴⁾, anche qualora alla durata perpetua si aggiunga una clausola di subordinazione in linea capitale ed interessi *ex art.* 2411, comma 1, cod. civ. ⁽⁴⁵⁾.

⁽⁴³⁾ Cfr. R. CAVALLO BORGIA, *Società per azioni. Tomo IV. Delle obbligazioni*, 153 ss.; L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, 222 ss.; N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari*, 94.

⁽⁴⁴⁾ Si tratta di strumenti finanziari nei quali il diritto al rimborso del capitale investito non è esigibile sino alla scadenza della società emittente o alla sua messa in liquidazione (volontaria o coatta), ove anteriore. In aggiunta, di regola, tali strumenti (*perpetual notes* secondo la terminologia anglosassone internazionale) prevedono che, in sede di liquidazione della società, il rimborso del capitale dato in prestito avvenga in via postergata rispetto al soddisfacimento di tutti gli altri creditori sociali (clausola c.d. di postergazione o subordinazione). Sui prestiti cc.dd. irredimibili o perpetui, si vedano, in particolare, M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo*

Muovendo dalla considerazione che la riforma del diritto societario abbia ulteriormente allargato le maglie dell'autonomia statutaria e le possibilità di diversificazione dei mezzi di finanziamento dell'impresa azionaria, dando alle obbligazioni una "veste" giuridica sempre più flessibile e mutevole, si è argomentato ⁽⁴⁶⁾ che nel rinnovato contesto della disciplina non possa non riconoscersi pari elasticità anche alle competenze proprie dell'assemblea. In altri termini non si vede come possano essere sottratte alla competenza assembleare condizioni del prestito che ben sono disponibili alla società emittente ed ai sottoscrittori all'atto della emissione e sottoscrizione del prestito obbligazionario.

Tali argomentazioni non possono essere tuttavia condivise. È senz'altro vero che l'ordinamento ha schiuso le porte ad una pluralità di fattispecie obbligazionarie, le quali non consentono di considerare l'*obbligazione* alla stregua di un monolite ma piuttosto – riprendendo una efficace espressione adottata in dottrina – come una fattispecie «a geometria variabile» ⁽⁴⁷⁾, i cui contorni possono volta per volta variare, a seconda delle scelte convenzionalmente fatte in sede di regolamentazione del prestito.

Ciò nondimeno, appaiono opportune due importanti precisazioni. La prima è che – come già rilevato in precedenza – per quanto subordinate od indicizzate, le obbligazioni continuano a mantenere una loro autonomia causale e tipologica, nella quale il diritto al rimborso rappresenta a tutt'oggi un elemento *tipizzante* ed in grado di differenziare l'*obbligazione* (nella sua accezione *tipologica*) da altre tipologie di strumenti finanziari. E una conferma di ciò la si può rinvenire nello

nelle società di capitali, Bologna, 2001, 57 ss.; ID., *Perpetual notes e titoli obbligazionari a lunga o lunghissima scadenza*, in *BBTC*, 1991, I, 606 ss.; P. G. MARCHETTI, *Le obbligazioni nel Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *BBTC*, 1994, I, 488 ss.; S. VANONI, *I crediti subordinati*, Torino, 2000, 99 ss.; A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non*, 358 ss.; nonché, più di recente, A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, 108 ss.

⁽⁴⁵⁾ In questo senso, A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, 78 ss.

⁽⁴⁶⁾ Così, in particolare, R. CAVALLO BORGIA, *Società per azioni. Tomo IV. Delle obbligazioni*, 153; L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, 222 ss.

⁽⁴⁷⁾ Cfr. A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, 16.

stesso art. 2411 cod. civ, che al comma 2 consente l'emissione di obbligazioni per le quali il pagamento degli interessi – e *soltanto* degli interessi – può dipendere, sia nell'*an* sia nel *quantum*, da parametri oggettivi anche legati all'andamento della società, mentre la possibilità di condizionare i tempi e l'entità del rimborso all'andamento della società è ammessa al successivo comma 3 con riguardo a strumenti finanziari "*comunque denominati*". Tale ultima disposizione, se da un lato estende la disciplina propria delle obbligazioni anche a *tutti* gli strumenti con rimborso indicizzato all'andamento della società, dall'altro lato *non* qualifica tali strumenti come obbligazioni in senso *tipologico*, diversamente da quanto avviene per le obbligazioni con interessi indicizzati *ex art. 2411, comma 2* ⁽⁴⁸⁾.

Venendo alla seconda precisazione, se è vero che l'obbligazione presenta oggi una "geometria" variabile, deve parimenti essere osservato che la scelta tra le diverse connotazioni alternative che lo strumento può assumere è comunque volontariamente operata da *tutte* le parti originarie del rapporto obbligazionario. Conforta, in tal senso, che tali elementi, oltre a dover essere indicati nel *titolo* a norma dell'art. 2414 cod. civ., debbano essere oggetto di puntuale disciplina nel regolamento di emissione del prestito, i cui termini e condizioni vengono espressamente accettati da ciascun obbligazionista all'atto della sottoscrizione

⁽⁴⁸⁾ Una conferma di tale ricostruzione è data dallo stesso *iter* parlamentare che ha preceduto l'approvazione dell'art. 2411 cod. civ., nel suo testo definitivo, così come recepito nel d.lgs. n. 6/2003. In proposito, occorre ricordare che, sino a pochi giorni prima della pubblicazione del decreto delegato in Gazzetta Ufficiale, la bozza dell'art. 2411 prevedeva due soli commi, il primo dei quali dedicato – come anche nella sua versione definitiva ed oggi vigente – alle obbligazioni subordinate, e il secondo relativo invece alle obbligazioni indicizzate, ove si prevedeva che i tempi e l'entità tanto del rimborso del capitale, quanto del pagamento degli interessi potessero variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società. Segnatamente, la bozza di decreto delegato trasmessa dal Consiglio dei Ministri alle Camere in data 30 settembre 2002 prevedeva, all'art. 2411, comma 2, che «*I tempi e l'entità del rimborso del capitale e del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società*». Come è noto, la formulazione della norma è stata modificata a pochi giorni dal varo della riforma: il principio di cui al comma 2 è stato mantenuto solo con riguardo al pagamento degli interessi, mentre la possibilità di condizionare tempi e modalità del rimborso all'andamento economico dell'impresa sociale è stata ripresa in un ulteriore (ed ultimo comma) della disposizione, ove la possibilità di un rimborso indicizzato all'andamento della società viene riferita non più alle *obbligazioni*, bensì a *strumenti finanziari, comunque denominati*, precisando che *anche* nei confronti di tale ultima fattispecie – ancorché diversa da quella obbligazionaria – troverà applicazione la disciplina propria delle obbligazioni.

delle obbligazioni ovvero in sede di successivo acquisto del titolo sul mercato c.d. secondario ⁽⁴⁹⁾).

In tutti i casi, si tratta quindi di una peculiare modulazione delle caratteristiche del prestito che viene sin dall'origine accettata da ciascun obbligazionista: il generale principio di libertà ed autodeterminazione contrattuale non subisce alcuna compressione né interferenza e non si pongono pertanto i problemi di coordinamento tra diritti individuali e collettivi degli obbligazionisti che invece emergono quando si tratti di dare un concreto significato alla regola di competenza assembleare in materia di successive modificazioni del prestito *ex art.* 2415, comma 1, n. 2. In tanto può parlarsi di *contrapposizione* tra sfera *individuale* e sfera *collettiva* degli obbligazionisti, in quanto si versi in una materia decisa – o che possa essere decisa – dalla maggioranza con effetti vincolanti *anche* per la minoranza degli obbligazionisti. Ma, per le motivazioni appena esposte, non è questa la situazione in cui si versa laddove l'operazione di prestito si connota *ab origine* per la presenza delle predette clausole di subordinazione od indicizzazione, ed in tale sua connotazione sia volontariamente e liberamente accettata da ciascun singolo sottoscrittore dei titoli.

Si tratta, in conclusione, di profili di disciplina ben distinti e non sembra che il riconoscimento di maggiori spazi all'autonomia negoziale nella fase di strutturazione dell'operazione di prestito possa fornire validi elementi

⁽⁴⁹⁾ Tale considerazione non pare possa essere contraddetta sulla base del rilievo che il regolamento del prestito è normalmente di competenza della società emittente e quindi la definizione dei relativi termini e condizioni rientrerebbe tra i *poteri* propri della stessa (in questo senso, G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 125, nt. 85). Sebbene il regolamento di emissione sia formalmente redatto e proposto dalla società emittente, da un lato, sul piano prettamente giuridico, il suo contenuto viene *individualmente* accettato da ciascun sottoscrittore del prestito, con l'acquisto delle obbligazioni emesse, e, dall'altro lato, sotto il profilo pratico, non occorre sottovalutare che soprattutto nell'ambito delle emissioni obbligazionarie di rilevante entità gli emittenti sono di regola assistiti nella strutturazione ed organizzazione dell'operazione (ivi compresa la predisposizione del regolamento del prestito) da soggetti istituzionali specializzati, tipicamente individuati sotto la denominazione di *arrangers*, che supportano l'emittente in tutte le attività prodromiche all'emissione, proprio allo scopo di tenere conto della tipologia di mercato e di investitori cui l'emittente intende rivolgersi. In particolare, si intende evidenziare che le scelte operate dall'emittente in sede di predisposizione del regolamento del prestito hanno un rilevante impatto sulle possibilità di buona riuscita dell'operazione, alla luce della percezione che di esse possono avere il mercato ed i potenziali investitori cui l'offerta si rivolga.

interpretativi rispetto all'ampiezza del potere dell'assemblea di approvare modifiche alle condizioni del prestito originariamente pattuite lungo la vita dell'operazione.

3.2 La tesi che esclude l'estensione dell'art. 2415, comma 1, n. 2, alle modifiche inerenti i «dati tipizzanti» del prestito.

Muovendo da una prospettiva diametralmente opposta rispetto a quella propria degli orientamenti poc'anzi esaminati, altri filoni interpretativi tendono piuttosto ad arginare il più possibile il potere della maggioranza rispetto ai diritti *individuali* degli obbligazionisti, circoscrivendo e delimitando l'ambito di applicazione dell'art. 2415, comma 1, n. 2, cod. civ.

Prima di addentrarsi nel merito dei diversi orientamenti formatisi nel corso del tempo, vale la pena di svolgere due considerazioni di carattere generale e preliminare.

La prima considerazione è che, pur nella varietà dei percorsi argomentativi e delle soluzioni tecniche proposte, le tesi che suggeriscono una limitazione del potere assembleare in ordine alle modifiche del prestito appaiono tutte accomunate da una preoccupazione di ordine pratico, e precisamente dal timore che la modifica a maggioranza delle originarie condizioni dell'investimento costituisca all'atto pratico soltanto uno strumento per agevolare la ridefinizione secondo termini di gradimento per l'emittente e per gli obbligazionisti di maggioranza ma vincolanti per *tutti* gli obbligazionisti, così arrecando un grave *vulnus* alla posizione giuridica individuale di coloro che rispetto alla proposta di modifica siano dissenzienti ma in minoranza. Un timore quest'ultimo particolarmente avvertito là dove il gruppo obbligazionario sia composto da investitori aventi caratteristiche soggettive assai diverse: si pensi, ad esempio, alla compresenza di investitori *retail* ed investitori cc.dd. istituzionali, oppure di obbligazionisti che siano altresì creditori "commerciali" dell'emittente (ad esempio, fornitori dell'emittente), obbligazionisti che siano anche creditori "finanziari" dell'emittente (quali gli

istituti di credito o gli intermediari finanziari *ex art. 106 tub*) e investitori del tutto *terzi*, che – al di là del rapporto obbligazionario – non abbiano alcun ulteriore legame (né commerciale, né partecipativo o di lavoro), e neppure alcuna esposizione creditoria, con l'emittente.

La *peculiare* posizione di alcuni obbligazionisti, derivante dalla compresenza di ulteriori rapporti contrattuali con l'emittente, può creare significativi disallineamenti tra obbligazionisti che concorrono nella valutazione sulla *convenienza* od *opportunità* di determinate modifiche del prestito sottoposte all'assemblea, specie ove si tratti di renderne le condizioni meno gravose o più elastiche per l'emittente medesimo. Tali modifiche, infatti, se in linea di principio e *per se* considerate indeboliscono la posizione contrattuale dell'obbligazionista *in quanto tale*, per altro verso possono dare all'emittente quei maggiori margini di manovra che gli consentano di superare una momentanea situazione di crisi, favorendo una ordinata ripresa dei relativi rapporti commerciali e finanziari. In questo senso, è facile intuire come obbligazionisti, che siano pure creditori commerciali o finanziatori della società, possano considerare preminenti i *collateral benefit* derivanti dalla facilitazione concessa all'emittente rispetto al deterioramento che ne derivi in ordine alle condizioni che regolano l'emissione, di per sé considerate ⁽⁵⁰⁾.

La preoccupazione di fondo appena rappresentata risulta peraltro – venendo così alla seconda considerazione di carattere preliminare – pienamente giustificata se si tiene a mente la natura propria dell'operazione di prestito obbligazionario sotto il profilo puramente contrattualistico. Il regolamento di emissione delle obbligazioni

⁽⁵⁰⁾ Seppure con specifico riguardo all'applicazione del principio maggioritario in sede concordataria, su cui si tornerà più ampiamente nel successivo § 4, si è opportunamente osservato come «in tanto il principio maggioritario [sia] riconducibile ai principi del diritto dei contratti [...] in quanto esso operi in presenza di una omogeneità di interessi tra i votanti», con la precisazione che, in applicazione dei principi di correttezza e buona fede che regolano ogni manifestazione di autonomia privata e, conseguentemente, pure l'esercizio del voto, appare possibile escludere dal voto il creditore che vota «sulla base di interessi atipici (cioè propri dei creditori non in quanto tali, ma come terzi) che confliggono con l'interesse tipico (come creditore) del votante e degli altri creditori» (così, R. SACCHI, *Lupi e conflitto di interessi dei creditori nel concordato*, in *Riv. dir. comm. e dir. gen. obbl.*, 2014, parte I, 54-55).

costituisce, infatti, normalmente un contratto “completo” ⁽⁵¹⁾ e pienamente efficace in tutti i suoi elementi, richiedendo unicamente di essere eseguito dalle parti – ed in particolare dalla società emittente ⁽⁵²⁾ – durante la vita del prestito.

⁽⁵¹⁾ Riprendendo i tradizionali criteri di classificazione proposti in dottrina (cfr. O. E. WILLIAMSON, *Transaction Cost Economics and the Governance of Contractual Relations*, in *Journal of Law and Economics*, 1979, 237; I. R. MACNEIL, *Contracts: Adjustment of Long-Term Economic Relations under Classical, Neoclassical and Relational Contract Law*, in 72 *Northwestern Law Review*, 1978, 853; A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nelle deliberazioni assembleari*, Milano, 1987, 107; D. PREITE, *Il conflitto di interessi del socio tra codice e disciplina del mercato mobiliare*, in *Riv. Soc.*, 1988, 361 ss.; P.J. JAEGER – F. DENOZZA, *Appunti di diritto commerciale*, Milano, 2000, 220), per contratto “completo” si intende ogni contratto che preveda esplicitamente i diritti ed i doveri delle parti per ogni possibile futuro atteggiarsi del rapporto contrattuale, dipendente sia da comportamenti delle parti stesse, sia dall’evoluzione della realtà circostante. In particolare, secondo la teoria di Macneil, il diritto contrattuale “classico” mirerebbe a disciplinare rapporti di scambio tra le parti aventi carattere *immediato*, in quanto volti a soddisfare esigenze *immediate* delle parti e non già un’*attività* da svolgersi nel continuo. Pertanto, in tali casi il diritto considera il singolo rapporto contrattuale in via isolata, senza preoccuparsi della successiva evoluzione della realtà circostante: definiti tutti gli elementi contrattuali *ab origine*, si tratta puramente di imporne l’adempimento e predeterminare le conseguenze di un eventuale inadempimento. A questo paradigma, ne viene affiancato un secondo, definito “neoclassico”, nel quale le parti stringono ripetutamente nel tempo una pluralità di relazioni non precisamente identificabili *ex ante* ma funzionali ad uno scopo più o meno composito e divengono frequenti clausole di indicizzazione del valore delle prestazioni ovvero clausole di arbitraggio per consentire l’adeguamento degli originari termini contrattuali. A tale ultima categoria di rapporti, si ritiene riconducibile il contratto di s.p.a (così, D. PREITE, *Il conflitto di interessi del socio*, 372), in quanto «gli accordi tra soci hanno ad oggetto *non* [n.d.r., enfasi aggiunta] un regolamento compiuto e definitivo di interessi, ma essenzialmente un insieme di regole per la produzione di nuove determinazioni volitive necessarie a raggiungere gli scopi prefissati». Elementi che, invece, come meglio si vedrà a breve, non paiono ravvisabili nella fattispecie obbligazionaria, che non richiede di per sé nuove determinazioni *volitive* lungo la vita dell’operazione ma basa il proprio regolamento su un’operazione dalla prevalente causa mutuatizia già definita in tutti i suoi elementi sin dal momento della *creazione* ed *emissione* dei titoli. E – giova precisarlo – tale affermazione non pare possa essere confutata per il sol fatto che, ai sensi del più volte richiamato art. 2411, comma 2, cod. civ., l’elemento accessorio della remunerazione possa non essere del tutto cristallizzato *ab origine* per essere invece indicizzato sulla base di parametri oggettivi anche riferibili all’andamento economico della società: neppure in tale specifica ipotesi, infatti, si tratterebbe di regolare *ex ante* situazioni ignote e future, in quanto verrebbe comunque indicato sin dall’origine il parametro (oggettivo, seppure mutevole nel tempo) di indicizzazione, e le condizioni del prestito incorporerebbero in via automatica le fluttuazioni del parametro rideterminando, tempo per tempo, la misura degli interessi, senza richiedere alcun ulteriore intervento o nuovo accordo delle parti.

⁽⁵²⁾ Di regola, infatti, gli obblighi a carico degli obbligazionisti si esauriscono già nella fase iniziale dell’operazione di prestito, e precisamente al momento della emissione e sottoscrizione dei titoli, con contestuale versamento da parte degli obbligazionisti della somma data in prestito in favore della società emittente, a titolo di prezzo di sottoscrizione. Fanno eccezione quelle operazioni di prestito nelle quali – ai sensi del regolamento di emissione – i sottoscrittori del prestito assumono altresì l’impegno nei confronti dell’emittente a sottoscrivere ulteriori emissioni obbligazionarie che si prevede siano realizzate in un momento successivo dall’emittente medesimo; si tratta ad ogni modo di ipotesi eccezionali e meno frequenti nella prassi, nelle quali peraltro l’impegno è direttamente assunto da ciascun sottoscrittore (tipicamente, soggetti istituzionali) nel relativo contratto di sottoscrizione, senza essere incorporato nelle condizioni di

Tale rilievo ha una portata determinante rispetto all'indagine oggetto del presente lavoro e si ricollega al fondamentale distinguo già operato in premessa (v. § 1 che precede) tra la diversa natura del contratto sociale e del rapporto di prestito obbligazionario. Con il primo, gli azionisti si rendono compartecipi di un'*attività* comune, e precisamente di un *insieme* di atti caratterizzati dalla loro funzionalizzazione allo scopo imprenditoriale (la produzione e lo scambio di beni e servizi) distribuiti nel tempo e non puntualmente identificabili *ex ante* ⁽⁵³⁾. Il contratto di società, infatti, non può che qualificarsi – sotto tale profilo – come un contratto “incompleto”, che gli azionisti svilupperanno *durante societate* avvalendosi dell'assetto organizzativo della società medesima.

Nel contratto sociale è la stessa natura del contratto a richiedere, per il suo futuro svolgimento, che siano previsti meccanismi per poterne ottenere, nel corso del tempo, l'integrazione e l'aggiornamento alla luce delle circostanze sopravvenute ⁽⁵⁴⁾. Al contrario, il rapporto di prestito obbligazionario, per quanto destinato a svolgersi lungo un arco di tempo tendenzialmente medio-lungo, non richiede di

emissione di cui al regolamento del prestito, cosicché non possa circolare ed intendersi automaticamente trasferito agli eventuali successivi acquirenti del titolo obbligazionario. Piuttosto, si assiste più frequentemente a clausole del regolamento di emissione che attribuiscono espressamente all'emittente la facoltà di riaprire l'emissione obbligazionaria offrendo sul mercato titoli di nuova emissione aventi le medesime caratteristiche delle obbligazioni originariamente emesse e del tutto fungibili con le medesime (clausole cc.dd. di riapertura dell'emissione o, secondo la terminologia anglosassone internazionale, di “*top-up*”). A titolo esemplificativo, si veda l'art. 1 del regolamento del prestito obbligazionario di IPI S.p.A. (denominato “IPI S.p.A. 7% 2014 - 2021”), reperibile al link <http://www.ipi-spa.com/resources/documenti/la-societa/prestito-obbligazionario/allegato-A-regolamento.pdf>. Al di là di tali specifiche previsioni, di regola dunque è l'emittente a dovere eseguire le obbligazioni di pagamento nei termini previsti dal regolamento lungo la durata del prestito, ed in particolare l'obbligo di corrispondere periodicamente gli interessi e di rimborsare il capitale alla scadenza ovvero in più rate secondo il piano di ammortamento prestabilito, ma anche di adempiere agli ulteriori impegni (informativi, di fare o di non fare) tipicamente previsti a tutela degli obbligazionisti nell'ambito di tali operazioni.

⁽⁵³⁾ Così, D. PREITE, *Il conflitto di interessi del socio*, 373.

⁽⁵⁴⁾ In particolare, si è osservato che per tutte le società l'esercizio in comune di un'attività economica «richiede, per sua natura, la persistenza del rapporto sociale, pone l'esigenza di mezzi destinati all'attività ed esige, per la sua attuazione, ulteriori determinazioni rispetto a quelle iniziali, non essendo possibile prevedere quanto sarà richiesto dalle effettive condizioni di svolgimento delle singole operazioni. [...] In questo quadro, anche nelle società il principio maggioritario costituirebbe semplicemente il mezzo tecnico più adeguato alla struttura del contratto di organizzazione per assicurarne l'attuazione» (così, G. GAMBINO, *Il principio di correttezza*, 108-111).

per sé – o almeno *non* necessariamente – un’attività di costante integrazione ed aggiornamento così da regolamentare lo svolgimento di atti, necessari per lo sviluppo del rapporto ma al contempo non puntualmente identificabili *ex ante* e neppure idonei ad essere previamente disciplinati in tutti i loro elementi ⁽⁵⁵⁾. Piuttosto, i diritti e gli obblighi delle parti del rapporto di prestito sono esattamente quelli individuati nel relativo regolamento di emissione, così come proposto dalla società emittente ed accettato dai sottoscrittori dei titoli. Lo svolgimento dell’attività d’impresa, ed il fisiologico e costante mutamento delle condizioni economico-finanziarie della società, assumeranno rilevanza ai fini del rapporto obbligazionario *se e nella misura in cui* siano state oggetto di disciplina negoziale o, semmai, sotto il profilo della *capacità* dell’emittente di onorare gli impegni originariamente assunti.

Da tali considerazioni discendono delle rilevanti conseguenze sul *ruolo* che l’assemblea degli obbligazionisti è chiamata a svolgere e, di riflesso, sulla effettiva portata delle relative attribuzioni. Proprio in quanto *non* preordinata allo svolgimento di alcuna attività comune ⁽⁵⁶⁾ bensì a dare una tutela *collettiva* di interessi (comunque) individuali ⁽⁵⁷⁾ derivanti da una posizione giuridica soggettiva ben definita in tutti i suoi elementi (cristallizzati nel regolamento di emissione), l’assemblea degli obbligazionisti vanta competenze di carattere *specifico* e non generale. La presenza dell’assemblea degli obbligazionisti soddisfa un’esigenza pratica, di carattere *organizzativo*, che discende dalla peculiare modalità di rappresentazione e frazionamento del rapporto (plurisoggettivo) di credito in *titoli* di massa, di regola distribuiti presso un numero rilevante di soggetti.

⁽⁵⁵⁾ In senso conforme, cfr. N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, 101.

⁽⁵⁶⁾ Ciò che si verifica invece con riguardo all’assemblea dei soci, e in questo senso v. P.J. JAEGER – F. DENOZZA, *Appunti di diritto commerciale*, 220; A. GAMBINO, *Il principio di correttezza*, 108 ss.; D. PREITE, *Il conflitto di interessi*, 373 ss.; N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, 100 ss.; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 222 ss.

⁽⁵⁷⁾ In questo senso, v. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 222; G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 487; N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, 100.

Sulla scorta di tali preliminari considerazioni, l'assemblea degli obbligazionisti sembra esprimere una ipotesi, certamente eccezionale e dettata come detto dalle peculiarità proprie dell'operazione, di "interferenza" del principio maggioritario rispetto ad una relazione contrattuale che si configura *ab origine* come un rapporto "completo", quantomeno nell'accezione civilistica poc'anzi ricordata.

Da questo angolo visuale appare allora senz'altro condivisibile, ma soprattutto coerente con i criteri di interpretazione dettati dall'art. 14 disp. prel. cod. civ., lo sforzo interpretativo di ricostruire i limiti delle competenze attribuite dal legislatore all'assemblea tenendone a mente la portata eccezionale e derogatoria rispetto al generale principio di autonomia contrattuale.

Uno sforzo di questo tipo, venendo ora al merito degli orientamenti "restrittivi" prima menzionati, può riconoscersi nella linea interpretativa che ritiene di dovere interpretare *letteralmente* il perimetro della competenza assembleare di cui all'art. 2415, c. 1, n. 2, cod. civ., valorizzando il tenore testuale della locuzione «modificazione delle *condizioni* del prestito» utilizzata dal legislatore. Segnatamente, al termine "condizioni" dovrebbe attribuirsi il significato di "modalità" – o di clausola "accessoria" – del prestito obbligazionario, rimanendo per contro escluse, e dunque sottratte alla disponibilità della maggioranza assembleare, le condizioni "essenziali" dello stesso, la cui modificazione potrebbe alterare la posizione giuridica soggettiva e i diritti individuali del singolo obbligazionista ⁽⁵⁸⁾.

La distinzione testé richiamata, tendenzialmente volta a sottrarre all'assemblea i profili contrattuali più rilevanti del rapporto di prestito obbligazionario, non ha tuttavia portato a risultati soddisfacenti per più ordini di ragioni: oltre a non potersi attribuire in via univoca tale significato semantico alla formula legislativa (che richiama le "condizioni" *tutte* del prestito, senza precisare quali possano

⁽⁵⁸⁾ Si vedano, al riguardo, A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, 424-425; A. FORMIGGINI, *Diritti individuali*, 103; P. G. JAEGER – F. DENOZZA, *Appunti di diritto commerciale*, 446; R. CLARIZIA, *Assemblea degli obbligazionisti*, 320; V. COLUSSI, voce *Obbligazioni di società*, in *Enc. giur.*, XXI, Roma, 1990, 5; F. FERRARA JR – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2001, 599.

ricadervi e quali non) ⁽⁵⁹⁾, la tesi sconta significativi limiti in sede applicativa, posto che lo stesso criterio secondo cui stabilire quali condizioni debbano ritenersi essenziali e quali non, appare di per sé ambiguo ⁽⁶⁰⁾. Basti osservare che, al di là dell'impostazione teorica di fondo, tra gli stessi sostenitori della tesi non si riscontra unanimità di vedute sulla concreta individuazione degli elementi del prestito che debbano essere considerati "essenziali" e, per l'effetto, immodificabili senza il consenso di tutti gli interessati.

Mentre, infatti, si ritiene concordemente che l'obbligo di restituzione del capitale costituisca una condizione *essenziale* del prestito e, per l'effetto, non sia disponibile a maggioranza, si registrano posizioni discordanti ed ulteriormente differenziate rispetto alla qualificazione di alcuni elementi del rapporto obbligazionario tutt'altro che marginali, quali, ad esempio, i premi o gli interessi corrispettivi oppure le garanzie, reali o personali, che eventualmente assistano l'emissione, rimanendo così irrisolta la questione se una modifica, riduzione o totale soppressione di uno o più di tali elementi possa o meno considerarsi disponibile a maggioranza ⁽⁶¹⁾.

Appurata la difficile applicazione pratica di tale ricostruzione, un secondo orientamento ⁽⁶²⁾, parimenti teso a dare una lettura restrittiva all'ambito di

⁽⁵⁹⁾ Ed anzi, a ben vedere, la Relazione al codice civile, pur nella sua ambiguità, sembra deporre in senso del tutto opposto, in particolare ove si precisa che con la disciplina *de qua* «si attribuisce alla maggioranza suindicata la facoltà di approvare *mutamenti sostanziali* dell'originario rapporto» (corsivo aggiunto), menzionando, ma solo a titolo esemplificativo, le clausole inerenti alla misura degli interessi, al rimborso anticipato delle obbligazioni e alle garanzie eventualmente concesse all'atto dell'emissione.

⁽⁶⁰⁾ E, in proposito, si vedano anche le considerazioni critiche di G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 496; R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, 46; R. CAVALLO BORGIA, *Società per azioni. Tomo IV. Delle obbligazioni*, 152; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 118; L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, 216 ss., nonché, per un sintetico riepilogo delle singole posizioni espresse sul punto, M. SARALE, *Le società per azioni*, 368.

⁽⁶¹⁾ Per una efficace sintesi delle varie posizioni espresse dalla dottrina sul punto, si veda M. SARALE, *Le società per azioni*, 367 ss.

⁽⁶²⁾ In particolare, muovono in quest'ordine di idee, tra gli altri, G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 496 ss.; G. L. BRANCADORO, *Art. 2415*, in *Società di capitali. Commentario* a cura di G. NICOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004, 950-951; M. G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 119 ss.; L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, 216-217.

competenza di cui all'art. 2415, comma 1, n. 2, ha invece ritenuto che il *limite* della competenza assembleare debba essere individuato sulla base di altri criteri discretivi. Criteri che discendono dalla fattispecie “prestito obbligazionario” e dai tratti caratterizzanti della posizione dell'obbligazionista in quanto tale.

In particolare, guardando alla fattispecie in esame sotto il profilo *tipologico*, non pare potersi revocare in dubbio che lo strumento obbligazionario sia pur sempre rappresentativo di un'operazione di *prestito*, realizzando una forma di raccolta del capitale di *credito* e dunque con *obbligo di rimborso* ⁽⁶³⁾. Come già in precedenza ricordato, anche a seguito della riforma le obbligazioni continuano a costituire una forma cartolare di raccolta del capitale di *credito* e la possibilità che le stesse partecipino al rischio di impresa può unicamente ammettersi con riguardo al rendimento di esse (art. 2411, comma 2, cod. civ.) ovvero all'ordine o ai tempi di rimborso del capitale (art. 2411, comma 1, cod. civ.). La *grey zone* degli strumenti finanziari che partecipino al rischio di impresa *anche* in termini di restituzione del capitale è, invece, assegnata agli strumenti ibridi, *comunque denominati* (art. 2411, comma 3, cod. civ.) ⁽⁶⁴⁾.

La dottrina largamente maggioritaria riconosce quale scopo primario dell'emissione obbligazionaria quello di realizzare un'operazione di *credito*, tendenzialmente a medio e lungo termine, di natura collettiva ⁽⁶⁵⁾. Per quanto il riconoscimento espresso delle obbligazioni subordinate e di quelle con interessi

⁽⁶³⁾ Un'autorevole opinione, pur rimarcando che – ad esito della riforma del 2003 – i caratteri tipologici di azioni, da un lato, ed obbligazioni, dall'altro lato, appaiono oramai «completamente sbiaditi», ha più di recente ribadito che la fattispecie obbligazionaria è riconducibile a quegli «strumenti emessi sulla base di una operazione di mutuo e che diano diritto alla restituzione della somma prestata» (così, M. STELLA RITCHER JR, *Strumenti finanziari e società per azioni*, in *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Quaderni di Giur. Comm.*, 2015, 70). In senso conforme, tra gli altri, si vedano A GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, 60 ss.; M. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari*, 35 ss.

⁽⁶⁴⁾ Su punto, si vedano i riferimenti bibliografici di cui alla nota 7 che precede.

⁽⁶⁵⁾ Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 497; F. GALGANO, *La società per azioni*, 195, G. FRÈ, *Società per azioni*, 586; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 8; N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari*, 26 ss.. In giurisprudenza, riconduce la fattispecie obbligazionaria al rapporto di mutuo Trib. Milano, 1 marzo 1951, in *BBTC*, 1951, II 136; App. Genova, 11 giugno 1994, in *Società*, 1995, 796.

indicizzati all'andamento economico della società, compiuto con la riforma del 2003, equivalga ad ammettere che le obbligazioni possano altresì esprimere – sotto il profilo della disciplina – una *causa* associativa, nel senso della compartecipazione dei creditori obbligazionisti alle sorti, ed in particolare al rischio d'impresa, della società emittente, il “tipo” obbligazionario continua ad esprimere una causa di finanziamento, quantomeno in via prevalente ⁽⁶⁶⁾.

Il *diritto* alla restituzione del capitale dato in prestito è dunque *intangibile* dalla maggioranza ed ogni rinuncia o modifica peggiorativa dello stesso deve considerarsi assoggettata ai comuni canoni del diritto contrattuale e dunque non può essere convenuta senza il consenso di ciascun obbligazionista. Ma, al pari del diritto al rimborso della somma prestata, secondo tale linea interpretativa sono altresì insopprimibili a maggioranza tutti i dati “tipizzanti” la fattispecie prestito obbligazionario, intesa come «mutuo fruttifero frazionato in titoli di credito di massa» ⁽⁶⁷⁾.

Seguendo tale impostazione, risulterebbe così sottratta all'assemblea la decisione di convertire coattivamente i titoli obbligazionari in azioni o strumenti finanziari diversi oppure ancora in titoli di credito non di massa; parimenti, non sarebbe disponibile all'assemblea la decisione di imporre agli obbligazionisti l'erogazione di nuove somme in favore della società emittente.

⁽⁶⁶⁾ Cfr. A. GIANNELLI, *Art. 2411*, in *Obbligazioni - Bilancio* a cura di M. Notari e L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. G. Marchetti e L. A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Milano, 2006, 29. Il richiamo al mutuo – merita segnalarlo – non pare negato neppure dagli autori che riconoscono la piena astrattezza del titolo obbligazionario, osservandosi che la “causalità” del titolo obbligazionario deve riferirsi unicamente all'adozione di un determinato “tipo” di disciplina giuridica, quale appunto quella del mutuo, senza che per questo soltanto venga meno la completa astrazione del rapporto cartolare rispetto a quello fondamentale (in questo senso, D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 70 ss., pur riconducendo la fattispecie obbligazionaria al rapporto di mutuo sotto il profilo causale, qualifica le obbligazioni come “titoli a causalità formale”, rilevando che «se si accede alla terminologia per cui i titoli causali sono (anche) quelli soggetti ad una determinata disciplina causale tipica, non si può negare alle obbligazioni il carattere causale [...]; se, per contro, si vuole restringere la qualifica di causali ai soli titoli che consentono il trasferimento di una posizione condizionata alla valida esistenza del c.d. rapporto fondamentale, allora le obbligazioni dovranno essere qualificate come titoli astratti o semicausali»).

⁽⁶⁷⁾ G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 497.

È discusso se sia elemento parimenti *tipizzante* della fattispecie quello della onerosità del prestito obbligazionario ⁽⁶⁸⁾. Ad avviso dello scrivente depone a favore di una risposta negativa, così suggerendo di annoverare tra i poteri dell'assemblea *anche* quello di sopprimere il diritto alla (futura) percezione di ogni interesse a valere sul prestito obbligazionario, ove ciò risulti compatibile con l'*interesse comune*, il riconoscimento espresso da parte del legislatore delle obbligazioni con interessi indicizzati di cui all'art. 2411, comma 2, cod. civ. In tale fattispecie, ben potrebbe accadere che – in ragione delle condizioni economiche della società – venga del tutto meno il diritto alla percezione degli interessi durante la vita dell'emissione, senza che ciò precluda la possibilità che strumenti di tal tipo continuino a qualificarsi, in tutto e per tutto, come “obbligazioni”. Peraltro, se le tesi che escludono la tangibilità a maggioranza dei tratti tipizzanti del prestito obbligazionario ricostruiscono tali tratti alla luce dello schema mutuatizio, in quanto strumenti di capitale di *credito*, non può tralasciarsi che la disciplina civilistica del mutuo configura tali interessi come elemento

⁽⁶⁸⁾ Secondo un autorevole orientamento, è senz'altro ammissibile una riduzione del tasso di interessi, con eventuale parziale modificazione del criterio di remunerazione, così come una temporanea sospensione del relativo pagamento, ma non anche una totale soppressione degli interessi medesimi, che comporterebbe una alterazione strutturale della fattispecie da mutuo “fruttifero” a mutuo gratuito (in questo senso, cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 497; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 228; P.J. JAEGER – F. DENOZZA, *Appunti di diritto commerciale*, 220). Secondo altra opinione, la modifica degli interessi, in termini di variazione del tasso o parametro di riferimento o di riduzione del saggio di interessi od anche di totale soppressione degli interessi corrispettivi, sarebbe materia senz'altro disponibile all'assemblea in quanto elemento *naturale*, ma non anche *essenziale*, della fattispecie mutuatizia secondo la disciplina dettata negli artt. 1813 e ss. cod. civ. (ed in particolare – per quanto attiene agli interessi – nell'art. 1815 cod. civ.), alla quale l'operazione di prestito obbligazionario è riconducibile (in questo senso, G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 120 ss.). In giurisprudenza, si segnala sul punto Trib. Monza, 10 aprile – 13 giugno 1997, in *Riv. dir. comm.*, II, 358 e in *Società*, 1998, 179, secondo cui è ammissibile una riduzione del tasso di interessi per un determinato periodo di tempo, nonché, nello stesso senso, App. Milano, 17 novembre 1998, in *Società*, 1999, 196, secondo cui «è la stessa *ratio* della norma, che vuol rendere praticabile l'esigenza di adeguare, nell'interesse stesso della collettività degli obbligazionisti, le condizioni del prestito all'eventualmente mutata situazione economica della società debitrice: rientra dunque nei poteri dell'assemblea degli obbligazionisti deliberare [...] in tema di misura degli interessi», ma limitatamente a quelli non ancora esigibili; ancora prima, Trib. Milano, 18 settembre 1989, in *Giur. comm.*, 1990, II, 507 e in *Società*, 1990, 473, aveva escluso la possibilità di rinunciare a maggioranza agli interessi già maturati, in quanto già entrati a far parte dei patrimoni individuali degli obbligazionisti (mentre in motivazione la pronuncia sembra aderire alla tesi favorevole alla possibilità di rinunciare in via assembleare alla futura percezione di ogni interesse, ove sorretta da un concreto *interesse comune* degli obbligazionisti). E per ulteriori riferimenti di giurisprudenza e dottrina sul punto, v. anche M. SARALE, *Le società per azioni*, 370 ss.

naturale e non *essenziale* del negozio, facendo salva la possibilità per le parti di convenire un mutuo gratuito (art. 1815 cod. civ.).

Naturalmente – pare opportuno precisarlo – quanto appena affermato vale unicamente per gli interessi *maturandi* e non anche per quelli già *maturati* ed entrati a far parte del patrimonio dei singoli obbligazionisti quali crediti esigibili nei confronti dell'emittente: in tale ultimo caso, non potrebbe infatti più discorrersi di mera modificazione di una *condizione* del prestito ma piuttosto di una vera e propria *rinuncia* ad un diritto quesito, che ragioni di certezza del diritto – anche tenuto conto di eventuali vicende di circolazione del credito – impongono di sottoporre al consenso di ciascun singolo obbligazionista, titolare del credito ⁽⁶⁹⁾.

Altro tema su cui non si riscontra unanimità di vedute, neppure tra gli stessi sostenitori della tesi restrittiva qui proposta, attiene alla liberazione, in tutto o in parte, delle garanzie, reali o personali ⁽⁷⁰⁾, che assistano l'emissione obbligazionaria.

⁽⁶⁹⁾ E in questo senso, si vedano gli orientamenti giurisprudenziali richiamati nella nota 68 che precede.

⁽⁷⁰⁾ La circostanza che le obbligazioni di pagamento incorporate nei titoli obbligazionari siano oggetto di garanzia personale da parte di soggetti terzi è particolarmente ricorrente nelle emissioni realizzate da emittenti facenti parte di grandi gruppi societari, anche internazionali, nelle quali l'emissione è tipicamente effettuata da una delle società controllate ma, allo scopo di migliorarne il profilo di rischio e di legare il merito creditizio dell'operazione alla *performance* ed all'andamento economico dell'intero gruppo di appartenenza piuttosto che alla singola società che si rivolga al mercato del capitale di credito, si prevede altresì la concessione di garanzie personali, di regola in forma di garanzia autonoma a prima richiesta, da parte della relativa società capogruppo (cc.dd. *parent company guarantee*) nonché, eventualmente, di una o più società collegate (*intercompany guarantee*). Gli esempi in tal senso sono numerosissimi, soprattutto nell'ambito dei programmi di offerta (come definiti ai sensi dell'art. 2, lett. k, della Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003 – c.d. Direttiva Prospetto), che consentono l'emissione di obbligazioni – di regola sottoposte alla legislazione inglese – in modo continuativo o ripetuto durante un determinato periodo di tempo sulla base di termini e condizioni generali inizialmente fissati (salve le condizioni specifiche e di dettaglio, comunemente note come *final terms*, da definirsi in corrispondenza di ciascuna emissione). E si veda, ad esempio, il programma di emissioni di tipo “*Euro Medium Term Note*” realizzato dal gruppo Enel e, da ultimo, rinnovato in data 20 ottobre 2015, reperibile sul sito ufficiale dell'*Irish Stock Exchange* (<http://www.ise.ie>) presso il quale è stato quotato. È evidente come, specie in tali contesti, la decisione di liberare le garanzie accessorie al prestito obbligazionario possa avere un rilievo tutt'altro che marginale per gli obbligazionisti, posto che dalla stessa potrebbe anche discendere una sostanziale alterazione, *in peius*, dell'originario profilo di rischio dell'investimento.

Per quanto si tratti di previsioni indubbiamente *accessorie* rispetto al rapporto di prestito (prova ne sia il fatto che la loro presenza è solo eventuale e tutt'altro che necessaria ai fini del perfezionamento dell'emissione, essendo perlopiù guidata da ragioni di opportunità commerciale), come osservato da dottrina autorevole, «si potrebbe fondatamente affermare che intangibile è da considerarsi non solo la qualità di obbligazionista in genere ma anche la partecipazione a quella data categoria di obbligazionisti, indipendentemente dal rilievo causale degli elementi che concorrono ad identificarla» ⁽⁷¹⁾.

Secondo un orientamento, peraltro, la materia in questione è *indisponibile* ove si tratti di garanzie ipotecarie di primo grado costituite *ex art.* 2412, comma 3, cod. civ., la cui permanenza per tutta la durata dell'operazione si rende necessaria affinché non vengano meno i presupposti che hanno a monte legittimato la deroga ai limiti quantitativi dall'emissione prevista, in via eccezionale, dalla richiamata norma ⁽⁷²⁾.

Tali argomentazioni non paiono tuttavia convincenti. Quanto alla possibilità di ricostruire il novero degli elementi *intangibili* del prestito di volta in volta secondo le caratteristiche proprie di una data emissione, si tratta di un approccio interpretativo che, di fatto, sviscerisce ogni tentativo di distinguere tra caratteristiche tipizzanti e non della fattispecie obbligazionaria, atteso che – esclusa unicamente la possibilità di prevedere un'obbligazione senza diritto di rimborso, ancorché condizionato o subordinato – le obbligazioni presentano, come già osservato, una geometria *variabile* ed in questo senso ciascuna singola emissione potrebbe, in linea di principio, fare categoria a sé ed ogni sua specifica condizione doversi, in questa prospettiva, qualificare come intangibile.

Pertanto, ad avviso dello scrivente gli elementi *intangibili* del prestito obbligazionario non possono che essere individuati *ex ante*, prescindendo dalle caratteristiche dell'emissione in concreto e soffermando unicamente l'attenzione sulle caratteristiche il cui venir meno comporterebbe una ricaratterizzazione o

⁽⁷¹⁾ Così, G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 498.

⁽⁷²⁾ In questo senso, si veda G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 126 ss.

conversione del titolo obbligazionario in uno strumento finanziario tipologicamente diverso.

Quanto al problema specifico dell'art. 2412, comma 3, cod. civ., le perplessità espresse da alcuni commentatori e poc'anzi ricordate paiono muovere dall'assunto che una liberazione della garanzia ipotecaria determini necessariamente una violazione di quanto previsto dalla norma in questione. In verità, diverse e tutt'altro che remote sono le situazioni nelle quali la liberazione o riduzione delle ipoteche può essere effettuata senza in alcun modo contravvenire al disposto dell'art. 2412 cod. civ. L'emittente potrebbe infatti decidere, a fronte della liberazione delle garanzie, di non avvalersi più della deroga ai limiti quantitativi all'emissione, avendo raggiunto una dotazione patrimoniale sufficiente ad assicurare il rispetto del rapporto massimo di cui all'art. 2412, comma 1, cod. civ.; oppure si potrebbe procedere con una liberazione parziale o riduzione *pro tanto* delle garanzie ipotecarie al fine di tenere conto del progressivo ammortamento del prestito e quindi della riduzione tempo per tempo dell'ammontare complessivo delle obbligazioni garantite, senza violare la soglia massima dei due terzi di cui all'art. 2412, comma 3, cod. civ.

Ma una soluzione *favorevole* all'inclusione di tale materia tra quelle disponibili a maggioranza pare altresì suggerita da una lettura coordinata della disciplina della competenza assembleare di cui all'art. 2415 cod. civ. con la disciplina dettata in argomento dal legislatore in ambito concordatario. Basti osservare, in proposito, che, ai sensi degli artt. 127, comma 2, e 177, comma 2, l. fall, il voto sulla proposta di concordato da parte di creditori muniti di diritti di prelazione è ammesso *solo* a condizione che gli stessi rinuncino alla garanzia. Atteso che sulle proposte di concordato decide l'assemblea degli obbligazionisti ai sensi dell'art. 2415, comma 1, n. 3, cod. civ, è giocoforza ritenere che – *almeno* in funzione dell'approvazione di una proposta di concordato – l'assemblea degli

obbligazionisti sia implicitamente chiamata a decidere se rinunciare o meno alle cause legittime di prelazione che assistano il prestito ⁽⁷³⁾.

4. Il trattamento degli obbligazionisti nel “nuovo” diritto della crisi. Una proposta di rilettura dell’art. 2415 in chiave sistematica.

Si è fin qui evidenziato come i poteri attribuiti all’assemblea degli obbligazionisti in materia di «modificazioni delle condizioni del prestito» ai sensi dell’art. 2415, c. 1, n. 2, cod. civ. pongano più di una problematica sotto il profilo del coordinamento tra l’interesse *comune* e i diritti individuali dei portatori dei titoli, soprattutto in termini di protezione e tutela degli obbligazionisti di minoranza a fronte di eventuali alterazioni in *peius* delle loro ragioni di credito per volontà della maggioranza assembleare. Problematiche queste ultime che inducono ad interrogarsi *se* – tra le condizioni regolatrici del prestito obbligazionario – non debba comunque ricercarsi uno “zoccolo duro” di situazioni indisponibili senza il consenso di ciascun singolo obbligazionista.

In questa prospettiva, le ricostruzioni interpretative susseguitesi nel tempo e su cui si è già precedentemente soffermata l’attenzione, meritano oggi di essere nuovamente meditate per tenere conto degli impatti che, anche solo indirettamente, le novità introdotte dal legislatore italiano nell’ambito del c.d. diritto della crisi d’impresa possano avere sulla disciplina dell’organizzazione degli obbligazionisti e in particolare sui poteri dell’assemblea.

Ed infatti, sebbene l’art. 2415 cod. civ. – disposizione che, tra le altre cose, espressamente attribuisce all’assemblea degli obbligazionisti il potere di approvare le proposte di concordato – sia rimasto del tutto invariato nel tempo, le procedure di concordato cui lo stesso fa riferimento sono state profondamente ridisegnate dagli interventi legislativi che hanno interessato la legge fallimentare

⁽⁷³⁾ In questo senso, cfr. R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, 94; F. FERRARA JR, *La posizione degli obbligazionisti nel concordato della società emittente*, in *Dir. fall.*, 1960, I, 29; *contra*, D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 236.

nel corso dell'ultimo decennio, a partire dal d.l. 14 marzo 2005, n. 35, convertito nella l. 14 maggio 2005, n. 80, con il quale – seguendo l'esempio dei principali ordinamenti stranieri (ed in particolare, dell'ordinamento statunitense) ed estendendo quanto già previsto con il c.d. decreto Parmalat ⁽⁷⁴⁾ relativamente al concordato delle «grandi imprese in stato di insolvenza» – è stata, tra l'altro, introdotta la possibilità di suddividere i creditori in più «classi» anche nelle ordinarie procedure di concordato ⁽⁷⁵⁾.

Si intende evidenziare in questa sede come tali novità legislative diano, oggi più che in passato, poteri assai ampi e pervasivi all'assemblea degli obbligazionisti, rendendo possibile non solo che, con il consenso della maggioranza assembleare, (i) siano modificate *in peius* condizioni essenziali del prestito, *anche* laddove si tratti di dati *tipizzanti* della fattispecie obbligazionaria quali il diritto al rimborso della somma originariamente prestata all'emittente, ma anche che (ii) siano riservati agli obbligazionisti trattamenti “*deteriori*” rispetto a quelli riservati ad altri creditori all'interno della proposta concordataria.

Come meglio si vedrà in seguito, l'estensione dei poteri e delle competenze assembleari nel contesto delle procedure di concordato può tuttavia offrire una duplice – ed opposta – chiave di lettura rispetto all'individuazione dei confini del

⁽⁷⁴⁾ D.l. 23 dicembre 2003, n. 347, convertito nella l. 18 febbraio 2004, n. 39.

⁽⁷⁵⁾ Merita ricordare che la disciplina del concordato preventivo è stata più di recente oggetto di ulteriori modifiche, con il d.l. 27 gennaio 2015, n. 83, convertito, con modificazioni, nella legge 6 agosto 2015, n. 132. Per effetto delle modifiche apportate da tale decreto, è oggi riconosciuta ai creditori che siano chiamati a valutare la proposta di concordato preventivo la facoltà di avanzare una proposta “concorrente” rispetto a quella formulata dalla società debitrice. Sull'argomento si tornerà più ampiamente nel prosieguo del presente paragrafo, posto che la novità legislativa pone una serie di ulteriori tematiche in punto di coordinamento tra disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti e “nuova” disciplina concordataria (cfr., in particolare, la successiva nota 98). Per un approfondimento ed alcune prime riflessioni sulla nuova fattispecie si vedano, tra molti, G. D'ATTORRE, *Le proposte di concordato preventivo concorrenti*, in *Il fall. e le altre proc. concorsuali*, 2015, fasc. 11, 1163 ss.; A. NIGRO – D. VATTERMOLI, *Le proposte concorrenti nel concordato preventivo*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2015, fasc. 4, 93 ss.; P. VELLA, *La contendibilità dell'azienda in crisi. Dal concordato in continuità alla proposta alternativa del terzo*, in www.ilcaso.it, 2 febbraio 2016, 1 ss.; M. FABIANI, *Di un ordinato ma timido disegno di legge delega sulla crisi d'impresa*, in *Il fall. e le altre proc. concorsuali*, 2016, fasc. 3, 261 ss.; F. LAMANNA, *La miniriforma (anche) del diritto concorsuale secondo il decreto “contendibilità e soluzioni finanziarie” n. 83/2015: un primo commento*, in *Il fallimentarista*, 2015, reperibile su <http://www.ilfallimentarista.it>.

terreno di azione dell'assemblea in merito alle proposte di modifica del prestito che siano formulate al di fuori di tali procedure (e quindi, nell'ambito della competenza di cui al numero 2 – e *non* già al numero 3 – dell'art. 2415, comma 1, cod. civ.).

Da un lato, infatti, si potrebbe essere tentati di argomentare che la tendenza legislativa degli ultimi anni, per quanto manifestatasi più specificamente nel contesto del diritto della crisi, sia espressione dell'esigenza, di ordine generale, di *agevolare* la rinegoziazione dei rapporti finanziari della società azionaria, allargando sempre più le modalità di utilizzo del, e gli strumenti di ricorso al, principio maggioritario. In questa prospettiva, tra le tesi interpretative prima ricordate parrebbero allora trovare oggi maggiore cittadinanza, sul piano sistematico, le posizioni che riconoscono all'assemblea un ruolo tendenzialmente *illimitato* quando si tratti di ridefinire con l'emittente ed eventualmente modificare le originarie *condizioni* del prestito.

Tale prospettiva si scontra, tuttavia, con una considerazione certamente non trascurabile: pur dimostrando un tendenziale *favor* per il superamento degli stati di crisi dell'impresa sociale mediante soluzioni alternative al fallimento, il legislatore ha ritenuto di perseguire tale obiettivo “potenziando” gli strumenti *concordatari* di soluzione della crisi e non può escludersi che tale scelta discenda proprio dalla volontà di canalizzare verso le procedure di concordato previste dalla legge fallimentare ogni ipotesi di rinegoziazione “agevolata” della situazione debitoria dell'impresa mediante utilizzo del principio maggioritario. Un approccio di questo tipo si spiegherebbe anche in ragione degli specifici strumenti di controllo, sindacato e tutela giudiziale che, come si vedrà in seguito, offrono in sede concordataria significativa protezione ai creditori della società, *ivi inclusi* gli stessi obbligazionisti, così contemperando l'esigenza di facilitare il governo della crisi con quella di proteggere le situazioni giuridiche soggettive dei creditori sociali a fronte di eventuali proposte concordatarie oltremodo penalizzanti. Strumenti che, allo stato, non troverebbero applicazione al di fuori delle richiamate procedure concordatarie.

4.1 *Ruolo e poteri dell'assemblea degli obbligazionisti nelle "nuove" procedure di concordato.*

Partendo dal primo dei profili appena evidenziati (*id est*, il potere dell'assemblea di modificare *in peius* le condizioni *essenziali* del prestito), non pare potersi revocare in dubbio che, nel contesto delle procedure di concordato, l'assemblea degli obbligazionisti abbia il potere di approvare, a maggioranza, condizioni che incidano *anche significativamente* sui diritti individuali di pagamento degli obbligazionisti: basti pensare alla falcidia di quanto dovuto dalla società debitrice a titolo di rimborso del capitale datole in prestito. Il concordato, sia esso preventivo o fallimentare, mira infatti, per definizione, ad una "riorganizzazione" dell'assetto patrimoniale e finanziario della società ⁽⁷⁶⁾ ed è impensabile che, in tale prospettiva, lo stesso non abbia una incidenza *sostanziale* sui relativi rapporti obbligatori (artt. 135 e 184 l. fall.), modificandoli sotto svariati profili (*in primis*, in termini di tempi, modalità e *quantum* del rimborso, nonché di remunerazione del capitale di debito) col consenso dei creditori di maggioranza e previa omologazione del tribunale.

In tale contesto, negare la competenza dell'assemblea degli obbligazionisti rispetto all'approvazione di proposte concordatarie che prevedano modificazioni sostanziali delle loro ragioni di credito significherebbe in concreto sopprimere *tout court* la competenza assembleare di cui all'art. 2415, comma 1, numero 3), cod. civ., non potendosi realisticamente immaginare una proposta di concordato che *non* comporti alcuna riduzione od altra modifica delle ragioni di credito vantate dagli obbligazionisti nei confronti della società debitrice ⁽⁷⁷⁾.

⁽⁷⁶⁾ Di "riorganizzazione" proprietaria e finanziaria, discorre in particolare F. GUERRERA, *Struttura finanziaria, classi di creditori*, 708.

⁽⁷⁷⁾ Ci si potrebbe semmai domandare se, ogni qualvolta ne derivi una modificazione delle condizioni del prestito, la proposta di concordato non debba considerarsi assoggettata al *quorum* rafforzato di cui al comma 3 dell'art. 2415 cod. civ., sebbene tale ultima disposizione richiami formalmente la sola materia di cui al comma 1, numero 2, della stessa disposizione (ossia, le modificazioni delle condizioni del prestito, *fuori* – o comunque *a prescindere* – da eventuali procedure di concordato). Per le ragioni che saranno esposte in seguito, si ritiene tuttavia che il trattamento degli obbligazionisti *nel* concordato, anche in termini di alterazione dei loro originari diritti di pagamento nei confronti dell'emittente, debba essere tenuto ben distinto – sotto il profilo della competenza e dell'*iter* assembleare – da quello degli obbligazionisti di una società *in bonis*,

Merita piuttosto di essere verificato se, in ambito concordatario, la maggioranza assembleare possa spingersi oltre, approvando, in via vincolante per tutti gli obbligazionisti, ancorché assenti o dissenzienti, condizioni per il soddisfacimento dei crediti obbligazionari che siano non solo (come di regola accade) peggiorative rispetto a quelle originarie, ma anche deteriori – o comunque meno favorevoli – rispetto a quelle riservate agli altri creditori dell'impresa proponente.

Sotto il vigore della precedente disciplina sul concordato di cui alla legge fallimentare ⁽⁷⁸⁾, le opinioni della dottrina sul punto erano discordanti. Un primo orientamento ⁽⁷⁹⁾ aveva dato al quesito risposta negativa argomentando che la competenza di cui all'art. 2415, comma 1, n. 3, cod. civ. riguardasse la proposta di concordato «così come prevista dalle legge fallimentare» e che, pertanto, soggiacesse alle regole proprie di tale procedura, ivi incluso il principio della *par condicio creditorum* ex art. 2741 cod. civ. che – secondo tale linea interpretativa – imporrebbe *sempre e comunque* il pari trattamento dei creditori chirografari, obbligazionisti e non, anche nel contesto delle procedure di concordato.

con la conseguenza, tra l'altro, che il predetto *quorum* rafforzato dovrebbe ritenersi applicabile alle sole modificazioni del prestito che siano proposte all'assemblea *al di fuori* di una procedura di soluzione concordata della crisi. Coerente con tale impostazione appare altresì la considerazione di ordine pratico che «anche qualora tale modificazione [*n.d.r.*, la modificazione richiesta agli obbligazionisti nel concordato] implichi per gli obbligazionisti un sacrificio maggiore di quello imposto nel concordato stesso agli altri creditori, tuttavia si ha per gli obbligazionisti un sacrificio minore di quello che si verifica, invece, nell'ipotesi di modificazione delle obbligazioni quanto la società è *in bonis*» (cfr. R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, 12).

⁽⁷⁸⁾ Il riferimento corre, evidentemente, alle procedure di concordato così come disciplinate dalla legge fallimentare (Regio decreto n. 267 del 16 marzo 1942) *prima* degli interventi di riforma di cui al d.l. 14 marzo 2005, n. 35, convertito nella l. 14 maggio 2005, n. 80. Vale invece ricordare che la disciplina del concordato vigente ancor prima dell'introduzione della stessa legge fallimentare, e in particolare l'art. 27 della legge n. 197 del 24 maggio 1903, espressamente prevedeva e consentiva tale possibilità (cfr., in argomento, G. BONELLI, *Del fallimento*, III, Milano, 1923, 564 ss., nonché, per ulteriori riferimenti bibliografici sul punto, M. SARALE, *Le società per azioni. Obbligazioni*, 380).

⁽⁷⁹⁾ F. FERRARA JR., *La posizione degli obbligazionisti*, 21 ss., che evidenzia altresì il cambiamento intervenuto rispetto alla previgente disciplina di cui alla legge n. 197/1903; in senso conforme anche A. BONSIGNORI, *Del concordato preventivo*, in *Commentario Scialoja-Branca alla Legge fallimentare* a cura di F. Bricola, F. Galgano, G. Santini, *Artt. 160-186*, Bologna – Roma, 1979, 80 ss. Condivisibilmente, osserva che la soluzione del quesito interpretativo dipende essenzialmente dal ruolo che si ritiene di poter assegnare al principio della *par condicio creditorum* nello specifico contesto delle procedure di concordato, G. F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 499, nt. 23.

Un secondo orientamento propendeva invece per una soluzione favorevole, ammettendo che potessero essere riservate condizioni *speciali* agli obbligazionisti nel contesto di procedure di concordato. In particolare, secondo una posizione ⁽⁸⁰⁾ il principio della *par condicio creditorum* non pareva confliggere con la possibilità per l'assemblea degli obbligazionisti di approvare, a maggioranza, condizioni diverse, ed anche deteriori, rispetto a quelle riservate agli altri creditori coinvolti nella procedura. Tale principio, si è osservato ⁽⁸¹⁾, vale nella misura in cui – e fintantoché – non intervenga il consenso dei creditori cui sia proposta la condizione peggiore, consenso che nel caso di specie verrebbe espresso dall'assemblea degli obbligazionisti a norma dell'art. 2415, comma 1, n. 3, cod. civ. Secondo tale impostazione, quindi, la maggioranza assembleare può, nel contesto della procedura di concordato, accettare condizioni *deteriori* di soddisfacimento del credito obbligazionario, vincolando a tale decisione *tutti* gli obbligazionisti, ivi inclusi quelli assenti o dissenzienti *ma* in minoranza.

Peraltro, secondo un'ulteriore posizione interpretativa ⁽⁸²⁾, anch'essa formatasi sotto il vigore della precedente disciplina delle procedure di concordato contenuta nella legge fallimentare, è a monte da escludersi che il principio della *par condicio creditorum* si traduca in un precetto per il quale la proposta concordataria debba *sempre e necessariamente* prevedere uguale trattamento per tutti i creditori chirografari. Tale conseguenza potrebbe unicamente discendere da una norma di diritto positivo che, sia pure solo implicitamente, vincoli il contenuto della proposta di concordato nel senso di interdire una disparità di trattamento tra creditori chirografari. Non ravvisandosi la sussistenza di una simile norma nella disciplina *speciale* del concordato di cui alla legge fallimentare, secondo tale ricostruzione non pareva possibile negare che fra i poteri della maggioranza dei creditori votanti nella procedura di concordato rientrasse anche quello di approvare un concordato che prevedesse disparità di

⁽⁸⁰⁾ D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 235.

⁽⁸¹⁾ D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 235.

⁽⁸²⁾ R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, 14 ss.

trattamento tra creditori chirografari, senza necessità dell'ulteriore consenso dei creditori sfavoriti ⁽⁸³⁾ e, conseguentemente, senza neppure richiedere il consenso dell'assemblea degli obbligazionisti ove questi ultimi fossero i creditori sfavoriti *ma* in minoranza rispetto ai creditori consenzienti.

Tali orientamenti – lo si è già detto, ma vale la pena di sottolinearlo – si sono tutti formati e sviluppati in epoca antecedente rispetto alle più recenti modifiche che, in particolare a partire dal 2005, hanno interessato la disciplina del concordato preventivo e fallimentare. È evidente, al riguardo, che gli interventi di riforma, e soprattutto la previsione delle diverse «classi» di creditori, abbiano un impatto certamente non trascurabile su tali tematiche.

Anzitutto, il trattamento “*differenziato*” dei creditori nelle procedure di concordato è oggi, *per tabulas*, ammesso ⁽⁸⁴⁾. Ciò è vero *almeno* nell'ipotesi in cui la proposta della società preveda la suddivisione del proprio ceto creditorio in più classi, secondo *posizione giuridica* ed *interessi economici* omogenei, in virtù di quanto previsto dal “nuovo” art. 124, comma 2, l. fall., con riferimento al concordato fallimentare, e dal “nuovo” art. 160, comma 1, l. fall., con riferimento al concordato preventivo. In tali casi, infatti, la proposta di concordato *può* in linea di principio prevedere «trattamenti differenziati fra creditori appartenenti a classi diverse».

Volgendo in particolare lo sguardo sulla posizione degli obbligazionisti, ne discende che, ove collocati in una propria classe autonoma per omogeneità di

⁽⁸³⁾ R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, 16-17. Tale orientamento troverebbe ulteriore sostegno nell'attuale assetto della disciplina concordataria, che, ammettendo il *trattamento differenziato* di creditori appartenenti a classi diverse, ha indubbiamente affievolito il ruolo da assegnare al principio della *par condicio creditorum* in ambito concordatario. Si è infatti osservato che, nella nuova disciplina delle procedure di concordato, tale principio si tradurrebbe essenzialmente (i) nel divieto di raggruppare in un'unica classe creditori “di rango diverso” e (ii) nel divieto di trattare diversamente creditori collocati nella medesima classe (in questo senso, tra gli altri, M. SCIUTO, *La classazione dei creditori nel concordato preventivo (un'analisi comparatistica)*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 574; A. LA MALFA, *Art. 124*, in *Commentario alla legge fallimentare* diretto da C. Cavallini, Artt. 124-215, Milano, 2010, 444).

⁽⁸⁴⁾ Sui limiti entro cui tale facoltà può essere esercitata, alla luce della portata che si ritiene di potere oggi attribuire al principio della *par condicio creditorum* nell'ambito delle procedure di concordato, si veda la precedente nota 83.

posizione giuridica e di interessi economici, gli stessi potranno essere destinatari di un diverso trattamento, più favorevole od anche peggiorativo, rispetto a quello riservato a una o più ulteriori classi di creditori, a condizione che ciò sia espressamente previsto dalla proposta di concordato *per classi* e, nel caso del concordato fallimentare, siano altresì indicate le ragioni di tale trattamento differenziato come richiesto dall'art. 124, comma 2, lett. b, l. fall.

Coerentemente con gli approdi già raggiunti sul ruolo dell'assemblea degli obbligazionisti nelle procedure di concordato sotto il vigore della precedente disciplina ⁽⁸⁵⁾, sembra peraltro potersi confermare che, *anche* qualora collocati in una classe autonoma, gli obbligazionisti siano – almeno in assenza di un diverso assetto convenzionale, sulla cui ammissibilità ci si soffermerà più oltre – comunque chiamati a manifestare anzitutto il proprio orientamento sulla proposta

⁽⁸⁵⁾ In particolare, quanto al rapporto tra l'assemblea degli obbligazionisti e l'adunanza dei creditori di cui all'art. 174 l. fall., i più recenti interventi di riforma non paiono smentire l'orientamento dominante nel vigore della precedente disciplina, secondo i quali (i) l'assemblea – diversamente da quanto poteva dirsi con riferimento all'*adunanza* degli obbligazionisti di cui alla (più risalente) disciplina degli artt. 26 e ss. della legge n. 197 del 24 maggio 1903 – svolge una funzione *propedeutica* rispetto al voto da esprimersi nell'adunanza dei creditori di cui all'art. 174 l. fall., (ii) il voto sulla proposta di concordato è quindi espresso dal rappresentante comune nell'adunanza medesima, sulla base della deliberazione assembleare, in via unitaria in nome e per conto di tutti gli obbligazionisti e (iii) il voto degli obbligazionisti deve intendersi dato, ai fini della maggioranza *di somma*, per l'intero ammontare del prestito obbligazionario, ossia per la totalità delle obbligazioni emesse e non estinte (e non già limitatamente all'ammontare delle obbligazioni detenute dagli obbligazionisti di maggioranza che in assemblea si siano espressi in senso favorevole alla proposta di concordato). Tra i sostenitori di tale orientamento, si vedano, per tutti, R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, 32 ss.; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 500; A. MAISANO, *Il concordato preventivo della società*, Milano, 1980, 24. Per una conferma della tesi *post* riforma, cfr. F. GUERRERA, *Struttura finanziaria, classi di creditori e ordine delle prelazioni nei concordati di società*, in *Dir. fall.*, 2010, 712; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione*, 131 ss.; A. VALZER, *Gli obbligazionisti e i titolari di strumenti finanziari non partecipativi nelle procedure di concordato*, in *Riv. soc.*, fasc. 1, 2014, 60 ss. Peraltro, dal momento che non è più richiesta la maggioranza *di numero* (*id est*, la maggioranza dei creditori ammessi al voto nel concordato) ai fini dell'approvazione della proposta di concordato (sia esso preventivo o fallimentare), può ritenersi superato il precedente dibattito su *come* dovesse calcolarsi a tale scopo il voto degli obbligazionisti. Nel vigore della precedente disciplina delle procedure di concordato, infatti, la dottrina era divisa tra chi affermava che il voto dovesse, ai fini della maggioranza *di numero*, considerarsi come un voto *unico* e quindi dato da un unico creditore (ed in questo senso, si vedano F. FERRARA JR, *La posizione degli obbligazionisti*, 32; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 234; A. MAISANO, *Il concordato preventivo*, 606) e chi, per contro, sosteneva che il voto dovesse intendersi dato, nella maggioranza *di numero*, sulla base del numero complessivo dei creditori obbligazionisti (in questo senso, cfr. R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, 62 ss.; G. PELLEGRINO, *Sul voto degli obbligazionisti nel concordato della società*, in *Riv. soc.*, 1976, 1174; R. CAVALLO BORGIA, *Società per azioni. Tomo IV. Delle obbligazioni*, 158).

di concordato in assemblea ai sensi dell'art. 2415, comma 1, n. 3, cod. civ., e dunque – deve ritenersi – secondo le regole di funzionamento e l'*iter* procedurale propri dell'assemblea medesima ⁽⁸⁶⁾, così come disciplinata dal codice civile ⁽⁸⁷⁾.

⁽⁸⁶⁾ Ove così non fosse, dovrebbe allora sostenersi che, nel caso di concordato *per* classi, si fuoriesca dal perimetro di competenza dell'assemblea degli obbligazionisti *ex* art. 2415 cod. civ. e la decisione sia pertanto rimessa a ciascun singolo obbligazionista, chiamato a votare direttamente e personalmente *nella* relativa classe di appartenenza, secondo le regole procedurali previste dalla legge fallimentare. Il "peso" di ciascun singolo obbligazionista verrebbe così determinato, ai fini della maggioranza *di somma*, sulla base del valore dei titoli obbligazionari dallo stesso detenuti. A supporto di una siffatta ricostruzione, si potrebbe invocare la circostanza che la competenza dell'assemblea in materia di proposte di concordato (art. 2415, comma 1, n. 3, cod. civ.) sia stata introdotta dal legislatore in epoca antecedente rispetto all'introduzione del concordato *per* classi e, pertanto, tale fattispecie necessariamente non rientrava nell'*intenzione* del legislatore (che pure rileva *ex* art. 12 disp. prel. cod. civ.).

Un simile orientamento non pare, tuttavia, convincente, per più ordini di ragioni.

In primo luogo, in sede di riforma delle procedure di concordato il legislatore non ha ritenuto di precisare o meglio circoscrivere la materia di competenza di cui all'art. 2415, comma 1, n. 3: la norma continua a fare riferimento alle proposte di concordato *tutte*, e non può escludersi che il mancato intervento legislativo sul punto sia il frutto di una scelta consapevole ed *intenzionale* del legislatore medesimo, volta a mantenere *ampia* la competenza dell'assemblea in materia di concordato (ed anzi, in mancanza di indicazioni di senso opposto, è questo l'assunto da cui dovrebbe muovere il ragionamento interpretativo). E – si osservi – non si sta qui proponendo di interpretare estensivamente tale regola di competenza, così contravvenendo al divieto di cui all'art. 14 disp. prel. cod. civ. tenuto conto della natura eccezionale della regola di competenza assembleare (si vedano, in proposito, le considerazioni già svolte nel precedente § 3.2); piuttosto, si tratta di attribuire all'art. 2415, comma 1, n. 3, il senso «proprio delle parole secondo la connessione di esse», e dunque di darvi un'interpretazione *letterale* secondo l'art. 12 disp. prel. cod. civ.

In secondo luogo, se si sostenesse tale tesi, occorrerebbe a rigore sposarla sino in fondo. Ciò significa che, nel nuovo panorama del diritto della crisi, non dovrebbe riconoscersi più alcuno spazio alla competenza assembleare rispetto alle proposte di concordato, siano esse *con* o *senza* classi. La fattispecie di concordato cui faceva riferimento il legislatore del '42 non è infatti in tutto e per tutto equiparabile a quella del concordato *senza* classi nel nuovo diritto della crisi. Il fatto che l'ordinamento preveda (oggi) la possibilità di suddivisione del ceto creditorio in classi ha infatti dei riflessi *anche* rispetto all'ipotesi in cui il proponente non preveda tale classazione: basti pensare, in proposito, al dibattito formatosi in merito all'estensione del sindacato sulla proposta di concordato nel caso in cui la stessa non preveda una suddivisione in classi ma sussistano eterogeneità di interessi e/o posizione giuridica tra i creditori tali da giustificare la classazione. Pertanto, se si adotta l'argomentazione per la quale la competenza assembleare disposta dal legislatore del '42 non teneva conto delle nuove *varianti* di proposta concordataria riconosciute oggi dal nostro ordinamento, si giungerebbe ad una sostanziale – ed inammissibile – soppressione dell'intero ambito di applicazione dell'art. 2415, comma 1, n. 3, cod. civ.

Da ultimo, merita ricordare che l'art. 2415 cod. civ. prevede altresì, al numero 5, che l'assemblea sia competente a deliberare sulle *altre* materie di *interesse comune* degli obbligazionisti. Si è già detto che tale norma di chiusura assume un pregnante significato sul piano *sistematico*, in quanto serve a precisare che il potere deliberativo del gruppo, riunito in assemblea, deve sempre intendersi funzionale al perseguimento di un interesse *comune*, che ne costituisce fondamento e limite al tempo stesso. Orbene, al netto di ogni considerazione sulla portata della materia di competenza specifica di cui al numero 3 della disposizione, pare comunque difficile sostenere che l'introduzione delle classi nella disciplina del concordato abbia fatto venire meno tale situazione di *comunanza* di interessi e, per l'effetto, lo spazio di competenza assembleare prima pacificamente riconosciuto su tali materie.

La volontà della maggioranza assembleare sarà così manifestata nella procedura di concordato per il tramite del rappresentante comune, che agirà in nome e per conto della “classe” degli obbligazionisti, dichiarando un voto unitario (favorevole ovvero contrario all’approvazione della proposta concordataria) per tutto il gruppo obbligazionario ⁽⁸⁷⁾ e per l’intero ammontare del prestito emesso (vale a dire, per l’importo complessivo delle obbligazioni emesse e non estinte) ⁽⁸⁹⁾. Ancora una volta, quindi, è a monte la maggioranza assembleare a determinare l’orientamento del voto degli obbligazionisti ai fini dell’approvazione della proposta concordataria, anche nell’ipotesi in cui tale proposta preveda un

⁽⁸⁷⁾ La funzione *preparatoria* dell’assemblea degli obbligazionisti implica che la stessa, in mancanza di diversa indicazione da parte del legislatore, si svolgerà con l’osservanza delle regole procedurali previste dal codice civile, in particolare (ma non soltanto) con riguardo alla legittimazione ad intervenire e a votare nell’assemblea, nonché ai *quorum* costitutivi e deliberativi previsti per il relativo procedimento collegiale di deliberazione. In questo senso, si vedano G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 499; R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, 83 ss.; A. MAISANO, *Il concordato preventivo della società*, Milano, 1980, 124; F. FERRARA, *La posizione degli obbligazionisti*, 24; G. PELLEGRINO, *L’organizzazione degli obbligazionisti*, 136. *Contra*, ma la posizione (pur non trascurabile) è minoritaria, C. MARTINO, *Il voto degli obbligazionisti*, 307, secondo cui, muovendo dalla tesi per cui il voto espresso nell’assemblea degli obbligazionisti avrebbe *direttamente* ad oggetto la proposta di concordato (e non già l’*orientamento* da esprimersi *ai fini del voto* nella procedura di concordato in nome e per conto dell’intero gruppo obbligazionario e per la totalità delle obbligazioni in essere), il procedimento assembleare sarebbe, in tali casi, sottoposto alle regole procedurali proprie della legge fallimentare (vale a dire, quelle dettate con riguardo all’adunanza dei creditori).

⁽⁸⁸⁾ La posizione è stata confermata anche a seguito della riforma delle procedure di concordato, tra gli altri, da R. CAVALLO BORGIA, *Società per azioni. Tomo IV. Delle obbligazioni*, 158; A. VALZER, *Gli obbligazionisti e i titolari di strumenti*, 62, quest’ultimo anche sulla scorta della considerazione che «sostenere il contrario e dunque che il rappresentante comune possa esprimere un voto divergente, presentandosi come mero *nuncius* (non dell’esito di una deliberazione retta dal metodo collegiale, ma) di tante manifestazioni individuali di voto prestate in separata sede, equivarrebbe a negare la lettera dell’art. 2415 c.c.».

⁽⁸⁹⁾ Pur senza negare che allo stato il dato del diritto positivo deponga in questo senso, è stato osservato da un Autore che il risultato di tale ricostruzione è quello di una “doppia intermediazione”, nel senso che il rapporto tra obbligazionista e società debitrice è, *in primis*, mediato dall’assemblea e, *in secundis*, mediato dal trattamento del gruppo creditorio, nel suo complesso, nel concordato, con la discutibile conseguenza, tra l’altro, che si assisterebbe ad un «effetto leva del peso del voto degli obbligazionisti ai fini della formazione della maggioranza concordataria, [...] “pesando” per l’intero ammontare del prestito ancora in essere e non solo per la maggioranza di questo formatasi in assemblea» (così, A. VALZER, *Gli obbligazionisti e i titolari di strumenti*, 62-63).

trattamento *differentiato*, ed eventualmente *deteriore*, per la relativa “classe” di appartenenza ⁽⁹⁰⁾.

4.2 *Classazione unitaria di obbligazionisti e creditori “finanziari” comuni. Ammissibilità e riflessi sul ruolo dell’assemblea e sulla posizione del singolo obbligazionista.*

Particolarmente complessa appare la questione *se* gli obbligazionisti possano essere uniti ad altri creditori della società in sede di formazione delle “classi” di creditori nella procedura di concordato. Secondo il disposto degli artt. 124 e 160 l. fall., è presupposto per la formazione di una “classe” di creditori il superamento di un duplice *test* di allineamento degli interessi tra i creditori dei quali si proponga una classazione unitaria, e precisamente: l’omogeneità della (i) “posizione giuridica” e (ii) degli “interessi economici” di cui gli stessi siano portatori. Detto altrimenti, ove si proponga di raggruppare i creditori in classi, è esclusa la possibilità di riunire nella medesima classe crediti di natura eterogenea ⁽⁹¹⁾.

⁽⁹⁰⁾ L’affermazione contenuta nel corpo del testo non esclude peraltro che l’iniziativa *individuale* del singolo obbligazionista possa, seppure in via residuale, trovare spazio – nel senso di consentire a quest’ultimo di esprimere *direttamente* il proprio voto sulla proposta di concordato (sia che la stessa preveda o meno la classazione dei creditori), computandosi tale voto come quello degli altri creditori sia nella maggioranza in numero sia in quella in somma – in caso di inerzia dell’assemblea degli obbligazionisti, ad esempio in ragione del mancato raggiungimento dei *quorum* necessari per la valida costituzione e deliberazione, in applicazione del principio sancito dall’art. 2419 cod. civ. e nella misura in cui tale iniziativa non risulti incompatibile con alcuna precedente deliberazione dell’assemblea ovvero non sia caducata da una deliberazione assembleare che intervenga successivamente e risulti con essa incompatibile. In questo senso, cfr. R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, 69 ss.; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 501; T. E. CASSANDRO, *La deliberazione del concordato preventivo*, in *Trattato di diritto delle procedure concorsuali*, diretto e coordinato da U. Apice, III, Torino, 2011, 371; G. D’ATTORRE, *Commento all’Articolo 177*, in AA. VV., *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Commento per articoli* a cura di A. Nigro, M. Sandulli, V. Santoro, Torino, 2014, 294.

⁽⁹¹⁾ Si parla, in proposito, del c.d. requisito di “doppia omogeneità”. In argomento, cfr., tra gli altri, A. LA MALFA, *Art. 124*, in *Commentario alla legge fallimentare* diretto da C. Cavallini, Artt. 124-215, Milano, 2010, 47 ss.; R. SACCHI, *Concordato preventivo, conflitti di interessi fra creditori e sindacato dell’Autorità giudiziaria*, in *Il fallimento*, 2009, fasc. 1, 30 ss.; M. SCIUTO, *La classazione dei creditori nel concordato*, 570 ss.; J. JACHIA, *La filigrana del nuovo concordato preventivo*, in AA. VV., *Il concordato preventivo e la ristrutturazione del debito di impresa*, Torino, 2006).

La soluzione del quesito dipende allora, *in primis*, dal significato che si ritenga di dover assegnare al (duplice) *test* appena ricordato. In dottrina sono state fornite diverse esemplificazioni sui possibili criteri di classazione del ceto creditorio, mettendosi in luce come all'interno della pletora dei creditori possano scorgersi prospettive di investimento ben diverse, tenuto conto dell'*ammontare* e del *titolo giuridico* della pretesa da ciascuno vantata, così come della *natura* o dell'*attività* professionale o commerciale del relativo titolare ⁽⁹²⁾.

Se si interpreta in senso “forte” il requisito di omogeneità della *posizione giuridica*, si dovrebbe concludere che pretese derivanti da *titoli giuridici* aventi diversa natura (ad esempio, in quanto talune rivenienti da specifici rapporti contrattuali con la società debitrice e talaltre da rapporti di credito di natura cartolare, come nel caso dei titoli obbligazionari) *non* possano essere raggruppate in un'unica classe, neppure quando vantino il medesimo rango e, ad esempio, siano parimenti chirografarie oppure assistite da garanzie di pari grado ed equivalente natura. In questa prospettiva, si dovrebbe ritenere che i portatori delle obbligazioni *non* possano, in alcun caso, essere riuniti nella medesima classe dei creditori non obbligazionisti e dovrebbe conseguentemente darsi risposta negativa al quesito appena posto.

Tuttavia, una simile conclusione non pare accettabile per più ordini di ragioni. Si pensi al caso in cui l'indebitamento finanziario assunto da una determinata società per azioni sia, in parte, rappresentato da (i) finanziamenti a medio-lungo termine concessi in “*pool*” da una pluralità di istituti di credito e, per la restante parte, da (ii) obbligazioni, parimenti di medio-lungo termine, unicamente collocate presso istituti di credito ed altri investitori istituzionali. Si immagini che il rango dei

⁽⁹²⁾ Così, vengono indicate quali possibili classi di creditori: “piccoli” creditori, obbligazionisti, lavoratori dipendenti, fornitori, finanziatori e così via. E poi, ancora, creditori di rango diverso, distinguendosi non soltanto tra creditori garantiti e non, ma anche tra creditori muniti di garanzie di grado diverso oppure di diversa tipologia, nonché tra creditori chirografari subordinati o non subordinati per effetto di eventuali accordi di postergazione, clausole *de non petendo* etc., con la società debitrice. Si tende, invece, ad escludere che assuma rilevanza la natura o l'identità del titolare della pretesa, anche in considerazione del fatto che lo stesso soggetto ben potrebbe essere portatore di più pretese oggetto di separata e distinta classazione (in questo senso, si veda M. SCIUTO, *La classazione dei creditori nel concordato*, 572).

crediti rivenienti, rispettivamente, dai finanziamenti in *pool* e dalle obbligazioni sia il medesimo (ad esempio, in entrambi i casi, chirografario e non subordinato). Nello scenario in ipotesi, le *posizioni giuridiche* dei finanziatori *non* cartolari e quelle proprie degli obbligazionisti appaiono, almeno in linea di principio, del tutto affini, per la parità di rango e di durata del credito, per la medesima tipologia di rapporto (*id est*, rapporto di finanziamento plurisoggettivo) che lega alla società debitrice gli obbligazionisti, da un lato, e il *pool* di banche finanziatrici, dall'altro lato, ma anche – e nella misura in cui tale elemento possa a sua volta assumere rilievo in concreto ⁽⁹³⁾ – per la medesima natura dei soggetti coinvolti (banche ed investitori istituzionali).

Non potendosi escludere a priori che un pieno allineamento di posizione giuridica ed interessi economici possa sussistere anche tra obbligazionisti e creditori finanziari *ma non* obbligazionari, non sembra condivisibile una ricostruzione della disciplina che escluda *tout court* la possibilità che tali “categorie” di creditori siano raggruppate in un'unica classe. In assenza di un precetto di diritto positivo in tal senso, tale impostazione muoverebbe da una lettura perlopiù *formalistica* del requisito di omogeneità della *posizione giuridica* tra creditori della stessa classe.

Piuttosto, partendo dal presupposto che tale unitaria classazione non sia, in linea teorica, interdetta e vada verificata caso per caso alla luce del requisito di “doppia omogeneità” (anche, quindi, tenuto conto del necessario allineamento di *interessi economici* ⁽⁹⁴⁾), si pone il problema di capire quali sarebbero in tal caso le modalità di intervento e di espressione del voto degli obbligazionisti nella classe. Ed infatti, se, per un verso, gli obbligazionisti sono provvisti di una propria

⁽⁹³⁾ In dottrina si tende ad escludere che la natura o l'identità del titolare della pretesa assuma (perlomeno, di regola) rilevanza ai fini della ripartizione in classi, anche in considerazione del fatto che lo stesso soggetto ben potrebbe essere portatore di più pretese oggetto di separata e distinta classazione (in questo senso, cfr. M. SCIUTO, *La classazione dei creditori nel concordato*, 576).

⁽⁹⁴⁾ Diversamente da quanto poc'anzi accennato con riguardo al requisito di omogeneità della *posizione giuridica*, appare più difficile offrire criteri astratti di individuazione delle condizioni di *omogeneità* degli *interessi economici* tra i creditori, atteso che – come è stato osservato – tali interessi possono variare di caso in caso in relazione alla molteplicità degli elementi patrimoniali in gioco (in questo senso, A. LA MALFA, *Art. 124*, 48).

assemblea competente, tra l'altro, a deliberare in materia di concordato, per altro verso, gli altri creditori sociali con essi raggruppati in un'unica classe non sarebbero dotati di analoga organizzazione collettiva.

Sotto tale profilo, se – come già si è detto – si ritiene di poter confermare anche nel contesto della nuova disciplina del concordato l'orientamento dominante ⁽⁹⁵⁾ prima della riforma di tali procedure, secondo cui (a) l'assemblea degli obbligazionisti assume in tale contesto una funzione *propedeutica* rispetto al voto da esprimersi nel concordato, (b) il voto sulla proposta di concordato è espresso dal rappresentante comune sulla base della deliberazione assembleare ed in via unitaria in nome e per conto di tutti gli obbligazionisti, e (c) tale voto deve intendersi dato, ai fini della maggioranza di somma, per la totalità delle obbligazioni emesse e non estinte, pare possibile applicare, sul piano metodologico, i medesimi criteri interpretativi anche quando si tratti di raccordare la disciplina propria dell'assemblea degli obbligazionisti con quella propria della *classe* di creditori nel concordato, classe che – nel caso che qui ci occupa – riunirebbe al contempo creditori obbligazionisti e non obbligazionisti.

In questa prospettiva, la volontà degli obbligazionisti sarà, anche nello scenario in ipotesi, *mediata* dall'organo assembleare, e precisamente la stessa verrà anzitutto manifestata in assemblea da ciascun obbligazionista secondo le regole di svolgimento e di deliberazione proprie di quest'ultima e quindi unitariamente espressa, sulla base della delibera così assunta, dal rappresentante comune *nella* classe di appartenenza degli obbligazionisti nell'ambito della procedura di concordato. Ai fini del calcolo della maggioranza di somma necessaria per l'approvazione della proposta concordataria ad opera della classe di appartenenza degli obbligazionisti, il voto di questi ultimi dovrà intendersi dato secondo l'*orientamento* ⁽⁹⁶⁾ espresso dalla maggioranza assembleare per la totalità delle

⁽⁹⁵⁾ Si veda, in proposito, quanto precisato nella precedente nota 85.

⁽⁹⁶⁾ Efficacemente, osserva che l'assemblea degli obbligazionisti non esprime, tecnicamente, un voto sulla proposta di concordato, ma piuttosto decide l'"orientamento" che il rappresentante comune dovrà tenere nell'adunanza dei creditori G. DATI, *Art. 2415*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, II, Padova, 2005, 1284.

obbligazioni emesse e non estinte ⁽⁹⁷⁾ e andrà a sommarsi al voto espresso *nella* classe dagli *ulteriori* creditori sociali che ne siano parte.

4.3 *Il primato dell'assemblea degli obbligazionisti nelle "nuove" procedure di concordato.*

Sulla base delle considerazioni sin qui svolte, non pare potersi negare che all'assemblea degli obbligazionisti sia attribuito un terreno di azione piuttosto ampio nel contesto delle procedure di concordato. Ciò era senz'altro vero sotto il vigore della precedente disciplina concordataria, specie per coloro che

⁽⁹⁷⁾ Se la ricostruzione proposta è corretta, deve ritenersi che non sia neppure interdetto, in linea di principio, il raggruppamento in un'unica classe di creditori titolari di obbligazioni oggetto di emissioni separate e distinte, ove siano comunque ravvisabili posizioni giuridiche ed interessi economici omogenei tra i diversi "gruppi" obbligazionari. Anche in tali casi, assumerà peculiare rilievo il ruolo dell'assemblea degli obbligazionisti (*rectius*, delle *rispettive* assemblee degli obbligazionisti). In particolare, ciascun *gruppo* obbligazionario (*id est*, ciascun gruppo di portatori di obbligazioni oggetto della *medesima* emissione) esprimerà il proprio orientamento rispetto alla proposta di concordato nella *propria* assemblea degli obbligazionisti ai sensi dell'art. 2415, comma 1, n. 3, cod. civ., e la deliberazione così assunta da *ciascuna* assemblea determinerà l'orientamento del voto da esprimersi nella *classe*, in via unitaria in nome e per conto di tutti gli obbligazionisti della medesima emissione. Ai fini della maggioranza di somma, il voto dovrà intendersi dato per l'intero ammontare delle obbligazioni emesse e non estinte di ciascuna emissione (e vedi, in proposito, gli orientamenti già richiamati nella nota 85 che precede). Quanto alla necessità di un'assemblea degli obbligazioni *distinta* per ciascuna emissione obbligazionaria, è orientamento ormai dominante in dottrina che, pur in mancanza di una espressa previsione in tal senso, qualora vi siano più emissioni di obbligazioni, le stesse diano luogo ad altrettante autonome organizzazioni, dotate ciascuna della propria assemblea, nonché del proprio rappresentante comune (in questo senso, cfr., fra gli altri, G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 493; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 209 ss.; S. PESCATORE, *Il rappresentante comune*, 141; A. FORMIGGINI, *Diritti individuali*, 103). Tale opinione va senz'altro condivisa, se è vero – come già si è avuto modo di argomentare nel precedente § 2 del presente Capitolo I – che (i) il potere deliberativo del gruppo, riunito in assemblea, deve *sempre* intendersi funzionale al perseguimento di un interesse *comune* ed in ciò trovi il proprio limite (e, in proposito, si vedano gli Autori citati nella precedente nota 17) e (ii) un pieno allineamento ed una effettiva *comunione* di interessi ricorre solo tra titolari di titoli obbligazioni che abbiano le *medesime caratteristiche* (ad esempio, in termini di durata, interessi, piano di ammortamento, condizioni di rimborso, etc.). E' stato, del resto, opportunamente evidenziato che, ove così non fosse, «con il regime della maggioranza si potrebbe deliberare a sfavore delle obbligazioni di serie minori o delle serie in avanzato corso di ammortamento o delle serie dotate di maggiori garanzie» (D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 209). Saranno parimenti necessarie assemblee distinte nelle ipotesi in cui, con una stessa emissione, siano create obbligazioni aventi diritti diversi (e quindi, più serie di titoli, tra di loro non fungibili), poiché più sono in questo caso le singole comunioni di interessi e l'unità formale dell'emissione non attenua in alcun modo la diversità sostanziale delle singole serie di obbligazioni contestualmente emesse (in questo senso, cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 493; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 210).

ammettono, seguendo l'orientamento sopra richiamato, la possibilità di riservare agli obbligazionisti – *previo* consenso della relativa assemblea – condizioni *deteriori* rispetto a quelle offerte agli altri creditori; ma appare ancor più incontestabile oggi alla luce dell'impatto sulla posizione degli obbligazionisti delle modifiche alla disciplina concordataria ⁽⁹⁸⁾.

⁽⁹⁸⁾ Come meglio si dirà a breve, ci si riferisce in questo senso alla centralità del ruolo dell'assemblea nelle proposte di concordato che prevedano la classazione dei creditori e un trattamento *differentiato* per la classe nella quale è collocato il gruppo degli obbligazionisti. Peraltro, si è già menzionata nella precedente nota 75 l'ulteriore novità delle proposte cc.dd. *concorrenti* introdotta con riferimento al concordato preventivo con il d.l. 27 gennaio 2015, n. 83, convertito, con modificazioni, nella legge 6 agosto 2015, n. 132. In particolare, secondo il novellato art. 163, comma 4, l. fall. «uno o più creditori che, anche per effetto di acquisti successivi alla presentazione della domanda di cui all'art. 161, rappresentano almeno il dieci per cento dei crediti risultanti dalla situazione patrimoniale depositata ai sensi dell'art. 161, secondo comma, lett. a), possono presentare una proposta concorrente di concordato preventivo e il relativo piano non oltre trenta giorni prima dell'adunanza dei creditori».

La previsione di una proposta concordataria alternativa rispetto a quella del debitore non rappresenta, in verità, una novità assoluta nel nostro ordinamento. Come è noto, nel contesto della procedura di concordato fallimentare è riconosciuta ai creditori la facoltà di avanzare autonome proposte di concordato *ex art.* 124 l. fall., come modificato dal d.lgs. 9 gennaio 2006, n. 5.

Ciò nondimeno, merita di essere osservato come il legislatore non si sia preoccupato, né nel 2006 quando ha riconosciuto la possibilità di iniziativa *ex latere creditoris* nel concordato fallimentare, né più di recente in sede di introduzione delle proposte *concorrenti* nel concordato preventivo, di operare un coordinamento tra il riconoscimento di tali facoltà in capo ai creditori e la disciplina dell'assemblea degli obbligazionisti di cui al codice civile, in particolare per il caso in cui i creditori interessati a presentare la proposta di concordato fallimentare ovvero la proposta *concorrente* di concordato preventivo siano uno o più obbligazionisti.

Partendo dal presupposto che una simile facoltà vada senz'altro riconosciuta *anche* agli obbligazionisti (che in questo senso non possono certamente subire un trattamento discriminatorio rispetto ai diritti e alle facoltà riconosciuti agli altri creditori dell'emittente), si tratta piuttosto di capire se tale facoltà spetti a ciascun obbligazionista oppure al gruppo obbligazionario nel suo complesso *previa* deliberazione assembleare.

In tale prospettiva, può anzitutto osservarsi che, con riguardo alla proposta *ex latere creditoris* nel concordato fallimentare, l'art. 124, comma 1, l. fall. fa riferimento «ad uno o più creditori», senza alcuna ulteriore specificazione. Una interpretazione *letterale* (ma *non* sistematica) della norma lascerebbe ragionevolmente ritenere che tali (uno o più) creditori possano *anche* essere obbligazionisti, dovendosi in tal senso riconoscere la possibilità di iniziativa del singolo, senza che la stessa sia necessariamente *mediata* dall'assemblea del relativo gruppo obbligazionario.

Analogamente, con riguardo alla proposta *concorrente* nel concordato preventivo, l'art. 163, comma 4, l. fall. fa riferimento a «uno o più creditori» che rappresentino «almeno il dieci per cento dei crediti risultanti dalla situazione patrimoniale» depositata dal debitore a norma dell'art. 161, comma 2, lett. a), l. fall., senza distinzione alcuna tra creditori obbligazionisti e non: anche in tal caso dovrebbe quindi ritenersi ammissibile l'iniziativa di uno o più obbligazionisti, ove sia soddisfatto il requisito minimo del dieci per cento appena richiamato.

Tuttavia, come già si è precedentemente argomentato, il legislatore ha tracciato un limite espresso rispetto alla possibilità per il singolo obbligazionista di intraprendere iniziative individuali, precisando, all'art. 2419 cod. civ., che queste ultime non possano essere «*incompatibili*» con le deliberazioni dell'assemblea previste dall'art. 2415 cod. civ. (sul conflitto tra azione individuale e deliberazione assembleare si vedano le argomentazioni e i riferimenti bibliografici di cui alla precedente nota 32).

Ed infatti, sulla base delle argomentazioni sopra sviluppate, nel vigore della nuova disciplina concordataria e nella prospettiva di un coordinamento “sistematico” tra tale disciplina e le disposizioni del codice civile relative all’organizzazione degli obbligazionisti, deve ritenersi che:

(i) *a prescindere* dalla circostanza che la proposta di concordato preveda o meno la suddivisione in classi del ceto creditorio, l’assemblea possa senz’altro approvare proposte di concordato che riducano le pretese creditorie degli obbligazionisti rispetto a quelle originariamente previste dal regolamento del

Orbene, a norma dell’art. 2415, comma 1, n. 3, cod. civ., l’assemblea è competente a deliberare sulle «proposte di concordato». Come è noto la disposizione è rimasta nella sua originaria formulazione del 1942 ed è fuor di dubbio che il riferimento era in origine unicamente relativo alle proposte di concordato presentate dal debitore. Ciò nondimeno, almeno quando la proposta *ex latere creditoris* sia una *reazione* all’iniziativa presa dal debitore (con la presentazione della sua proposta di concordato) la decisione di formulare una proposta concordataria alternativa o concorrente rispetto a quella propria del debitore costituisce, pur sempre, una modalità di espressione dell’orientamento del creditore rispetto alla proposta concordataria del debitore medesimo. In tali casi, le due valutazioni sono strettamente connesse e, in un certo senso, tra di loro interdipendenti: è evidente infatti che se il creditore ritiene soddisfacente la proposta del debitore, non ha ragione per presentare una proposta autonoma o concorrente rispetto alla prima; viceversa, la decisione di *non* approvare la proposta concordataria presentata dal debitore è del tutto compatibile con la volontà di proporre una soluzione alternativa, ed anzi è ad essa prodromica. Seguendo tale ragionamento, sembra potersi sostenere che la competenza dell’assemblea a deliberare sulla proposta di concordato presentata dal debitore implichi altresì la competenza della medesima a deliberare soluzioni concordatarie alternative o concorrenti, quantomeno nel caso in cui queste ultime *seguano* ad una proposta già presentata dal debitore e su cui l’assemblea sia chiamata a decidere *ex art.* 2415, comma 1, n. 3 (ed allo stato è questa l’unica ipotesi possibile con riguardo al concordato preventivo, atteso che l’iniziativa originaria resta di esclusivo appannaggio della società debitrice).

Con specifico riguardo al concordato fallimentare, non vi poi è alcuna ragione per escludere che l’assemblea sia convocata dal rappresentante comune ovvero da un numero di obbligazionisti che rappresentino almeno il ventesimo delle obbligazioni emesse e non estinte per valutare la proposizione di una autonoma proposta di concordato fallimentare, quale materia di *interesse comune ex art.* 2415, comma 1, n. 5, cod. civ.

Quanto sopra non esclude ovviamente che, fino a quando l’assemblea rimanga inerte o comunque nella misura in cui l’iniziativa individuale non risulti *incompatibile* con quella collettiva, seguendo la più accreditata interpretazione dell’art. 2419 cod. civ. (e vedi in proposito la precedente nota 32), anche uno o più obbligazionisti, agendo *fuori* dall’organo assembleare, possano assumere l’iniziativa di presentare proposte autonome o concorrenti di concordato. Resta inteso che, per proporre una proposta *concorrente* di concordato preventivo, tali obbligazionisti dovranno detenere un numero di obbligazioni che “pesino” almeno il dieci per cento dei crediti risultanti dalla situazione patrimoniale» depositata dal debitore a norma dell’art. 161, comma 2, lett. a), l. fall.

Da ultimo, va osservato che la competenza dell’assemblea a deliberare sulle proposte di concordato *ex art.* 2415, comma 1, n. 3, cod. civ., in mancanza di qualsivoglia indicazione di senso contrario, deve senz’altro ritenersi riferita – a seguito dell’introduzione dell’istituto della proposta concorrente – *non solo* alle proposte formulate dalla società debitrice, *ma anche* alle eventuali proposte presentate, in via concorrente, da uno o più altri creditori della società.

prestito, così rimodulando – ai fini del concordato – i diritti individuali di pagamento degli obbligazionisti;

(ii) *tanto* nel concordato *con* classi, *quanto* nel concordato *senza* classi, la competenza dell'assemblea degli obbligazionisti avrà ad oggetto l'orientamento, *necessariamente* unitario, dell'intero gruppo obbligazionario rispetto alla proposta concordataria, che sarà espresso *nella* procedura di concordato dal rappresentante comune secondo quanto deciso dalla maggioranza assembleare in via vincolante per tutti gli obbligazionisti, ancorché assenti o dissenzienti ⁽⁹⁹⁾;

⁽⁹⁹⁾ Pur in mancanza di una espressa previsione in tal senso all'interno della legge fallimentare, si tende – condivisibilmente – a ritenere che la volontà degli obbligazionisti debba essere *mediata* dall'assemblea anche nel caso di accordi di ristrutturazione dei debiti dei quali sia richiesta l'omologazione del Tribunale *ex art. 182-bis l. fall.*

Secondo G. LO CASCIO, *Società per azioni. Obbligazioni, deposito, iscrizione e pubblicazione delle modificazioni, recesso, operazioni sul capitale. Artt. 2410-2447 decies*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di G. Lo Cascio, seconda edizione, 2007, 110 ss., in particolare, per quanto non vengano «dettate specifiche regole per i prestiti obbligazionari in relazione agli accordi di ristrutturazione dei debiti previsti dall'art. 182-bis l.f. [...] è sempre l'assemblea degli obbligazionisti che deve esprimere il proprio assenso alla proposta, senza che ciascuno degli obbligazionisti possa far valere una propria autonoma posizione». In questo senso, si è espresso anche il Tribunale di Milano in una pronuncia del 2010 (cfr. Trib. Milano, Sez. II, decr., 25 marzo 2010, in *Il Fallimento*, 2011, 1, 92 ss.), con riguardo ad un accordo di ristrutturazione dei debiti *ex art. 182-bis l. fall.* il quale prevedeva – tra le altre cose – la proroga del termine di rimborso di un prestito obbligazionario, affermando l'inammissibilità dell'accordo di ristrutturazione in quanto la modifica delle condizioni del prestito in esso contemplata non risultava *previamente* approvata secondo l'*iter* di cui all'art. 2415, comma 1, n. 2, cod. civ., «dal momento che l'assemblea degli obbligazionisti non risulta essersi svolta prima del deposito del ricorso, né potendosi considerare superflua per il fatto che i titolari del 75% del prestito obbligazionario avrebbero sottoscritto gli accordi di ristrutturazione (i quali tra l'altro prevedono, come si è detto, anche la modifica della data di scadenza del prestito)». La decisione dei giudici milanesi (commentata e condivisa da A. PALUCHOWSKI, *L'accordo di ristrutturazione ed il controllo del tribunale nel giudizio di omologazione*, in *Il Fallimento*, 2011, 1, 98 ss.) appare degna di nota in quanto non si limita a confermare la competenza assembleare *ex art. 2415, comma 1, n. 2, cod. civ.* in merito all'approvazione di accordi di ristrutturazione *ex art. 182-bis l. fall.* ma si spinge oltre, escludendo che l'approvazione *individuale* dell'accordo da parte dei singoli obbligazionisti, sebbene titolari del 75% del prestito obbligazionario, possa essere di per sé sufficiente per superare la necessità di una formale e previa approvazione assembleare secondo la procedura di cui al codice civile.

Pur non essendo questa la sede per poter approfondire puntualmente i diversi temi e profili di coordinamento tra disciplina del gruppo obbligazionario e disciplina degli accordi di ristrutturazione *ex art. 182-bis*, vale la pena operare al riguardo, seppure sinteticamente, almeno due distinti rilievi.

Il primo rilievo è che la (pur condivisibile) affermazione di una competenza assembleare in materia, derivante dal combinato disposto dell'art. 2415, comma 1, n. 2, cod. civ. e dell'art. 182-bis l. fall., non necessariamente preclude – alla luce del principio di cui all'art. 2419 cod. civ. – ogni spazio di intervento *individuale* da parte dei singoli obbligazionisti, qualora l'assemblea resti inerte e l'iniziativa del singolo non si ponga in contrasto con alcuna deliberazione assembleare (sul punto, si veda in particolare la precedente nota 90). Resta, nondimeno, da osservarsi che, qualora un singolo obbligazionista aderisca ad un accordo di ristrutturazione dei debiti che – come è

(iii) con particolare riferimento al concordato *per classi*, il voto degli obbligazionisti, siano essi raggruppati in una classe autonoma e distinta rispetto agli altri creditori, siano essi raggruppati in un'unica classe insieme ad altri creditori, obbligazionisti e non – come pure si ritiene di poter ammettere, almeno in linea teorica –, sarà *in ogni caso* espresso nel concordato dal relativo rappresentante comune sulla base dell'orientamento *previamente* stabilito dalla maggioranza assembleare, ancora una volta con deliberazione assunta ai sensi dell'art. 2415 cod. civ., vincolante per tutti gli obbligazionisti, ancorché assenti o dissenzienti;

(iv) sempre nel concordato *per classi*, l'assemblea degli obbligazionisti, chiamata come detto a deliberare sull'orientamento del voto di *tutto* il gruppo obbligazionario nel concordato, potrà altresì esprimersi a favore di proposte di concordato che prevedano un trattamento *differenziato*, ed anche *peggiorativo*, per gli obbligazionisti medesimi rispetto a quello riservato ad altri creditori della società proponente. Peraltro, tale possibilità non è da escludersi neppure nel caso in cui la proposta di concordato *non* preveda la ripartizione in classi, ove si ritenga di aderire all'orientamento già formatosi prima della riforma delle procedure di concordato, secondo cui con il consenso dell'assemblea è comunque possibile

verosimile accada – modifichi il contenuto del titolo dallo stesso detenuto, si porrebbero le medesime problematiche dibattute in dottrina circa l'ammissibilità di modifiche *individuali* e pattuite bilateralmente (tra emittente e singoli obbligazionisti) in relazione alle condizioni dei titoli detenuti dal singolo obbligazionista interessato dall'accordo modificativo, anche alla luce delle caratteristiche proprie dell'emissione e del principio di parità di trattamento, sui quali si tornerà più ampiamente nel § 3 del successivo Capitolo III.

Quale secondo rilievo, deve poi evidenziarsi che la competenza dell'assemblea degli obbligazionisti relativamente all'approvazione di accordi di ristrutturazione che comportino una modifica delle condizioni del prestito obbligazionario potrebbe – almeno teoricamente – subire l'interferenza della disciplina convenzionale eventualmente inserita nel regolamento di emissione del prestito, che in linea di principio potrebbe anche rimettere la materia alla decisione *individuale* dei singoli obbligazionisti ovvero assoggettarla a processi decisionali collettivi *diversi* da quelli previsti dal codice civile. In un simile scenario, si tratterà piuttosto di vagliare la tenuta legale di simili pattuizioni integrative ovvero derogatorie rispetto alla disciplina codicistica, muovendo anzitutto dalla natura della disciplina organizzativa degli obbligazionisti e degli interessi dalla stessa protetti. Tale analisi troverà svolgimento nel successivo Capitolo II.

riservare agli obbligazionisti un trattamento *diverso*, e financo *deteriore*, rispetto a quello offerto agli altri creditori (¹⁰⁰).

Le considerazioni sinora avanzate, ove ritenute condivisibili, indubbiamente portano a riconoscere una spiccata primazia dei poteri della maggioranza assembleare rispetto alla volontà dei singoli obbligazionisti nel contesto delle procedure di concordato, sebbene si tratti di decidere della sorte delle loro individuali ragioni di credito e nonostante dall'approvazione della proposta concordataria possano derivare sostanziali modificazioni delle stesse (¹⁰¹).

Gli interventi di riforma che hanno interessato le procedure di concordato enfatizzano ulteriormente il primato dell'assemblea. Nell'intento di rendere più agevole ed immediata la soluzione delle crisi mediante il ricorso allo strumento concordatario, la nuova disciplina ammette espressamente un trattamento *differenziato* di creditori appartenenti a *classi* diverse e, come sin qui argomentato, deve ritenersi che in tali ipotesi sarà (ancora una volta) l'assemblea a decidere l'orientamento degli obbligazionisti e a doversi eventualmente

(¹⁰⁰) Una simile conclusione si espone, tuttavia, ad alcuni rilievi critici: non si tratta, infatti, meramente di *adattare* la tesi sostenuta prima della riforma al nuovo contesto della disciplina concordataria, muovendo dal presupposto che gli approdi raggiunti nel vigore della precedente disciplina, e dunque in epoca antecedente all'introduzione delle *classi* nel concordato, possano essere oggi confermati nelle procedure di concordato che *non* prevedano la ripartizione dei creditori in classi.

Rispetto ad una simile impostazione, si potrebbe infatti obiettare che, *se* nel nuovo sistema è proprio la ripartizione in classi, secondo omogeneità di *posizione giuridica* e di *interessi economici*, a consentire che siano fatte condizioni *diverse* a creditori appartenenti a classi parimenti diverse, in mancanza di tale presupposto (e quindi, essenzialmente, nel concordato *senza* classi) non possano allora ammettersi trattamenti «differenziati», neppure in termini di condizioni *speciali* riservate ai soli obbligazionisti rispetto a tutti gli altri creditori interessati dalla procedura di concordato.

(¹⁰¹) Criticamente, A. VALZER, *Gli obbligazionisti e i titolari di strumenti*, 62, evidenzia che – per quanto le norme depongano nel senso qui divisato – la scelta del legislatore non appare ragionevole in quanto, se ha «un senso che l'assemblea deliberi a maggioranza sulle eventuali modifiche delle condizioni del prestito, di guisa che nel rapporto con la società si formi una volontà uniforme espressiva di posizioni identiche», «meno senso ha che l'assemblea sia chiamata a deliberare su una proposta concernente la riorganizzazione complessiva del patrimonio imprenditoriale, piuttosto che sui termini di soddisfazione dei crediti individuali, laddove – in entrambi i casi – l'appartenenza del creditore ad un (finanziamento di) “gruppo” non implica e non esprime alcuna connotazione differenziale della sua posizione rispetto a quella di qualsiasi altro prestatore (individuale) di fondi».

esprimere contro o a favore di un trattamento per questi ultimi *deteriore* rispetto a quello riservato ad altri creditori della società.

Specialmente nel caso in cui la società debitrice abbia fatto un massiccio ricorso al mercato dei capitali di debito mediante l'emissione di obbligazioni, il ruolo dell'assemblea diviene poi *determinante* non solo in quanto strumento di *mediazione* e di *sintesi* della volontà del gruppo obbligazionario, ma anche perché da esso discende una sorta di "effetto leva" del peso degli obbligazionisti ai fini della formazione della maggioranza concordataria (giacché, come già detto, la volontà della maggioranza assembleare vincola tutti gli obbligazionisti, seppure assenti o dissenzienti, e ai fini della maggioranza *di somma* nel concordato pesa per l'intero ammontare del prestito emesso e non estinto *come se* tutti gli obbligazionisti si fossero espressi a favore della proposta concordataria) ⁽¹⁰²⁾.

Il riconoscimento di un così ampio terreno di azione a favore dell'assemblea degli obbligazionisti si spiega alla luce del *favor* che il legislatore italiano riserva alla società debitrice che decida di intraprendere una procedura di composizione "concordata" della crisi d'impresa, quale soluzione *alternativa* rispetto al fallimento o che comunque, con specifico riferimento al concordato preventivo, le consenta di evitare un aggravamento della crisi e, quindi, di prevenire lo stato di insolvenza.

In questo senso, si ammette che i diritti *individuali* degli obbligazionisti subiscano l'interferenza del principio maggioritario solo in quanto ciò sia funzionale al raggiungimento di un obiettivo che il legislatore considera preminente (*id est*, la soluzione *concordata* della crisi d'impresa). Come opportunamente è stato osservato, da questo angolo visuale, tutti i creditori (obbligazionisti e non) della

⁽¹⁰²⁾ In particolare, poiché la maggioranza assembleare pesa per l'intero ammontare del prestito ai fini della procedura di concordato, ove tale ammontare rappresenti di per sé la porzione maggioritaria dei debiti della società, la sola maggioranza degli obbligazionisti (pur rappresentando in verità una porzione comunque minoritaria dell'indebitamento complessivo della società) sarà in grado di decidere da sola le sorti della proposta concordataria, in via vincolante non solo per gli obbligazionisti dissenzienti *ma* in minoranza, ma anche per gli altri creditori del concordato (i cui crediti abbiano un importo aggregato inferiore rispetto a quello dell'intero prestito obbligazionario in essere). Per alcune riflessioni critiche su tali approdi della riforma delle procedure di concordato, cfr. A. VALZER, *Gli obbligazionisti e i titolari di strumenti*, 61 ss.

società devono considerarsi non già titolari di pretese *intangibili*, ma piuttosto di diritti soggettivi *affievoliti* dallo stato di crisi in cui versa l'impresa ⁽¹⁰³⁾. A fronte di tale "affievolimento", peraltro, detti creditori sono tutelati attraverso una serie di strumenti, tra i quali spiccano senz'altro – per rilevanza – il giudizio di *omologazione* rimesso al tribunale ai sensi dell'art. 129 l. fall., in caso di proposta di concordato fallimentare, e ai sensi dell'art. 180 l. fall., in caso di proposta di concordato preventivo, nonché l'eventuale opposizione proposta dai singoli creditori rispetto all'omologazione medesima.

Non è possibile approfondire in questa sede l'articolato, ed ancora aperto, dibattito su quale sia, a seguito della riforma, il ruolo dell'Autorità giudiziaria nel procedimento di omologazione e se il sindacato della medesima debba interpretarsi in senso "forte", estendendosi anche alla regolarità *sostanziale* della proposta con particolare riguardo ai profili di *convenienza* e di *fattibilità* economica della stessa ⁽¹⁰⁴⁾, o piuttosto in senso "restrittivo", dovendosi limitare ad una *formale* verifica di legittimità della procedura e della votazione ⁽¹⁰⁵⁾.

⁽¹⁰³⁾ Così, F. GUERRERA, *Struttura finanziaria, classi di creditori*, 708.

⁽¹⁰⁴⁾ Cfr., in argomento, A.M. AZZARO, *Art. 129*, in *Commentario alla legge fallimentare* diretto da C. Cavallini, *Artt. 124-215*, Milano, 2010, 133; M. SCIUTO, *La classificazione dei creditori nel concordato*, 589 ss.; R. SACCHI, *Concordato preventivo, conflitti di interessi fra creditori e sindacato dell'Autorità giudiziaria*, in *Il fallimento*, 2009, fasc. 1, 30 ss.; ID, *Dai soci di minoranza ai creditori di minoranza*, in *Fall.*, 2009, 1064; F. SEVERINI, *I problemi procedurali del concordato preventivo*, in AA. VV., *Il concordato preventivo e la ristrutturazione del debito di impresa*, 2006, 67 ss.; P. F. CENSONI, *Il concordato preventivo: gli organi, gli effetti, il procedimento*, in *Il nuovo diritto fallimentare. Novità ed esperienze*, Bologna 2010, 1015 ss.

⁽¹⁰⁵⁾ Secondo tale impostazione, il tribunale si limiterebbe a verificare la regolarità formale degli atti della procedura, la persistenza dei presupposti di ammissibilità della proposta, nonché la sussistenza delle maggioranze richieste dalla legge, astenendosi invece dal porre in essere un giudizio di merito sulla proposta concordataria. In questo senso, cfr., fra gli altri, A.M. AZZARO, *Art. 129*, 131; S. SANZO, *Il nuovo concordato fallimentare*, in *Le nuove procedure concorsuali*, a cura di S. Ambrosini, 2008 442. Conf. Cass., sez. I, 29 ottobre 2013, n. 24359, secondo cui «A seguito della riforma di cui al d.lgs. 9 gennaio 2006, n. 5 e al d.lgs. 12 settembre 2007, n. 169, nel giudizio di omologazione del concordato fallimentare il controllo del tribunale è limitato alla verifica della regolarità formale della procedura e dell'esito della votazione - salvo che non sia prevista la suddivisione dei creditori in classi ed alcune di esse risultino dissenzienti - restando escluso ogni controllo sul merito, ad eccezione dell'indagine sull'eventuale abuso dell'istituto. La valutazione sul contenuto della proposta concordataria, riguardando il profilo della convenienza, è, invece, devoluta ai creditori, sulla base del parere inerente ai presumibili risultati della liquidazione formulato dal curatore e dal comitato dei creditori, mentre al giudice delegato spetta soltanto un controllo sulla ritualità della proposta medesima»; e vedi anche Cass., sez. I, 27 maggio 2013, n. 13083, secondo cui «in tema di concordato preventivo, il controllo del tribunale

Può, però, ritenersi oramai acquisita al dibattito la considerazione che, laddove sia proposta opposizione *ex art.* 129, comma 5, l. fall, in ipotesi di concordato fallimentare, ovvero *ex art.* 180, comma 4, l. fall., in ipotesi di concordato preventivo, il sindacato giudiziario possa ricomprendere ogni profilo di legittimità, anche «sostanziale», della proposta concordataria e del relativo procedimento di ammissione, approvazione ed omologazione.

In particolare, nel concordato *per classi* il creditore di una classe dissenziente potrà provocare, ricorrendo in opposizione, un controllo sulla «convenienza» della proposta, verificando se soluzioni «alternative concretamente praticabili» (*in primis*, evidentemente, la liquidazione concorsuale) non avrebbero consentito un miglior realizzo del relativo credito (giudizio c.d. «comparativo» di convenienza della proposta concordataria). Lo stesso dicasi rispetto alla proposta di concordato preventivo che *non preveda* la formazione di classi, ove una minoranza qualificata

va effettuato sia verificando l'idoneità della documentazione prodotta (per la sua completezza e regolarità) a corrispondere alla funzione che le è propria, consistente nel fornire elementi di giudizio ai creditori, sia accertando la fattibilità giuridica della proposta, sia, infine, valutando l'effettiva idoneità di quest'ultima ad assicurare il soddisfacimento della causa della procedura. Rientrano, dunque, nell'ambito di detto controllo, la correttezza e la coerenza delle argomentazioni svolte e delle motivazioni addotte dal professionista a sostegno del formulato giudizio di fattibilità del piano; l'eventuale impossibilità giuridica di dare esecuzione, sia pure parziale, alla proposta di concordato; l'eventuale inidoneità della proposta, se emergente "*prima facie*", a soddisfare in qualche misura i diversi crediti rappresentati. Resta, invece, riservata ai creditori la valutazione in ordine al merito di detto giudizio, che ha ad oggetto la fattibilità del piano e la sua convenienza economica». Sull'argomento si sono recentemente pronunciate anche le Sezioni Unite (Cass., SS. UU., 15 maggio 2015, n. 9935) rilevando che «[d]opo la riforma, il concordato preventivo non solo ha mantenuto la funzione di prevenire il fallimento attraverso una soluzione alternativa della crisi, ma tale funzione viene svolta con un accentuato carattere negoziale dell'istituto e con un ridimensionamento dei connotati pubblicistici: è affidata perciò soltanto ai creditori, sia pure sulla base di un'informazione la cui correttezza e completezza è controllata dal tribunale (Cass. 9 maggio 2013, n. 11014; Cass. 27 maggio 2013, n. 13083), la valutazione di convenienza della proposta di concordato e della fattibilità economica del relativo piano, restando consentita al tribunale solo la valutazione della fattibilità giuridica, anche sotto il profilo della idoneità ad assicurare il soddisfacimento della causa della procedura». L'orientamento della suprema Corte sembra quindi confermare che – per quanto fattibilità del piano e convenienza economica dello stesso possano considerarsi escluse dal perimetro del sindacato in sede di omologazione del concordato – l'accertamento della regolarità della procedura implichi necessariamente una verifica sul fatto che i voti espressi siano *per se* validamente dati, in quanto consapevoli ed informati (ed in questo senso, si veda R. SACCHI, *Concordato preventivo, conflitti*, 30 ss.).

di creditori dissenzienti (*id est*, titolari di almeno il venti per cento dei crediti ammessi al voto) ne contesti la *convenienza ex art. 180*, comma 4, l. fall (¹⁰⁶).

Valorizzando ulteriormente il richiamato strumento di opposizione ed in applicazione dei generali principi di correttezza, si ritiene che in tal sede i creditori possano denunciare ogni possibile vizio che abbia inquinato il processo decisionale collettivo, non solo in termini di carenza o falsità delle informazioni ad essi fornite per esprimersi sulla proposta, ma anche sotto il profilo degli eventuali *conflitti* di interesse o *abusi* di maggioranza che abbiano alterato la votazione in danno dei creditori di minoranza (¹⁰⁷).

Lo strumento di opposizione costituisce allora uno scudo a tutela dei diritti *individuali* dei creditori che, per quanto *affievoliti* dall'applicazione del principio maggioritario, meritano comunque di essere protetti da soluzioni concordatarie che non superino il *test* di convenienza “comparativa” o siano approvate in situazioni di conflitto, abuso o carenza informativa.

Resta da chiedersi – e la questione appare tutt’altro che marginale – se di tale scudo possano beneficiare *anche* gli obbligazionisti in quanto tali. Si tratta, in particolare, di capire come la disciplina sull’organizzazione degli obbligazionisti debba coordinarsi con i diritti di opposizione dati ai singoli creditori nelle procedure di concordato.

In virtù del ruolo attribuito all’assemblea degli obbligazionisti nel procedimento di approvazione delle proposte di concordato, si potrebbe a stretto rigore sostenere che la posizione del *singolo* obbligazionista rispetto alla proposta concordataria

(¹⁰⁶) Come noto, la legittimazione in capo alla minoranza qualificata di creditori titolari di almeno il venti per cento dei crediti ammessi al voto nella procedura di concordato preventivo è stata introdotta con il d.l. 22 giugno 2012, n. 83, convertito con legge 7 agosto 2012, n. 134.

(¹⁰⁷) Così, F. GUERRERA, *Il «nuovo» concordato fallimentare*, in *BBTC*, 2006, 5, 542-543; ID., *Struttura finanziaria, classi dei creditori*, 710; A. VALZER, *Gli obbligazionisti e i titolari*, 66 ss. In senso contrario, A.M. AZZARO, *Art. 129, 135*, secondo cui invece eventuali abusi della maggioranza dovrebbero essere valutati e risolti «all’interno del sistema di controlli (del curatore, del g.d., del comitato dei creditori), che la legge articola in vista della votazione, affinché appunto il concordato approvato a maggioranza sia idoneo ad assolvere alla funzione assegnatagli dalla legge senza (quindi) pregiudicare l’interesse dei creditori».

sia in tutto e per tutto *assorbita* dalla volontà della maggioranza assembleare. Formalmente, infatti, il singolo obbligazionista dissenziente *ma* in minoranza avrà esso stesso concorso all'approvazione della proposta: ciò si verifica in quanto i voti contrari "di minoranza" non assumono alcuna rilevanza *esterna* ai fini dell'approvazione della proposta di concordato.

Come già si è detto, se l'assemblea degli obbligazionisti, con le maggioranze previste dall'art. 2415 cod. civ., delibera a favore della proposta, il rappresentante comune esprime nell'adunanza dei creditori un voto *unitario* che – ai fini della maggioranza *di somma* prevista dalla legge fallimentare – tiene altresì conto del "peso" della frazione del prestito obbligazionario detenuta dagli obbligazionisti assenti o dissenzienti.

Pertanto, l'obbligazionista in minoranza sarà, al contempo, "dissenziente" nella prospettiva *interna* del gruppo obbligazionario e del relativo *iter* assembleare, come disciplinato dal codice civile, ed "assenziente" nella prospettiva *esterna* della procedura di concordato, nella quale il voto allo stesso riconducibile sarà infatti uniformato a quello proprio della maggioranza dell'assemblea degli obbligazionisti e, per l'effetto, risulterà *a favore* della proposta concordataria.

Sulla base di tali considerazioni, si è affermato che il singolo obbligazionista non avrebbe possibilità di esercitare *personalmente* l'opposizione nel concordato, se non *previa* vittoriosa impugnazione, con conseguente annullamento, della delibera assembleare *ex art.* 2416 cod. civ. ⁽¹⁰⁸⁾. Ma una simile conclusione si espone, ad avviso dello scrivente, a rilievi critici non trascurabili.

Anzitutto, tale ricostruzione conduce ad approdi difficilmente giustificabili sul piano sistematico e della ragionevolezza sostanziale. Si verrebbe infatti a creare

⁽¹⁰⁸⁾ È questo, in particolare, l'orientamento espresso da F. GUERRERA, *Struttura finanziaria, classi di creditori*, 713, secondo cui il singolo obbligazionista è «assoggettato alla decisione dell'organo collegiale e quindi privato, non solo del diritto di votare individualmente [...] ma anche della legittimazione ad opporsi all'omologazione del concordato, se non in esito alla vittoriosa della delibera dell'assemblea degli obbligazionisti».

una incolmabile disparità di trattamento tra creditori “dissenzienti” ⁽¹⁰⁹⁾ comuni e obbligazionisti, riconoscendosi ai primi soltanto la possibilità di sollecitare un sindacato giudiziario sulla legalità e sulla convenienza, almeno comparativa (rispetto alle alternative concretamente percorribili), della proposta di concordato e del relativo *iter* di ammissione, approvazione ed omologazione ⁽¹¹⁰⁾. Gli obbligazionisti resterebbero per contro privati di tale diritto di difesa, per il solo fatto della loro appartenenza ad una organizzazione di gruppo.

In secondo luogo, la disciplina organizzativa degli obbligazionisti non è preordinata a “comprimerne” i diritti di difesa. Riprendendo alcune delle considerazioni svolte in premessa, vale infatti ricordare come tale disciplina risponda alla duplice esigenza di (a) coordinare le posizioni individuali dei singoli obbligazionisti al fine di assicurarne una più efficace tutela nei confronti della società emittente e (b) consentire alla società di instaurare un dialogo unitario con la collettività degli obbligazionisti ⁽¹¹¹⁾. Tenuto conto della *fisiologica* destinazione dei titoli obbligazionari alla circolazione e alla loro diffusione presso un numero rilevante e non predeterminato di soggetti, l’obiettivo è quello di *consentire* iniziative collettive e coordinate, e *non* già di reprimere le iniziative individuali volte a difendere i diritti soggettivi di ciascuno. Queste ultime, come pure si è precedentemente osservato, restano infatti consentite a norma dell’art.

⁽¹⁰⁹⁾ A scopo di chiarezza, il termine “dissenziante” è qui utilizzato in senso *a-tecnico*, tenendo unicamente conto del contenuto sostanziale – favorevole o contrario – del singolo voto rispetto alla proposta di concordato, ancorché eventualmente assorbito dal voto difforme della relativa maggioranza assembleare.

⁽¹¹⁰⁾ Si potrebbe obiettare che, in ogni caso, è data agli obbligazionisti la possibilità di impugnare la delibera ex art. 2416 cod. civ.: si tratta tuttavia di uno strumento di reazione rispetto a vizi di invalidità (nullità o annullabilità) della deliberazione assembleare, che ben si distinguono dai vizi di legalità formale e sostanziale (ivi compreso il controllo sulla convenienza della proposta) che è possibile denunciare in sede di opposizione ex artt. 129, comma 5, l. fall. e 180, comma 4, l. fall. (in questo senso, si veda anche A. VALZER, *Gli obbligazionisti e i titolari di strumenti*, 64 – 66). Non è peraltro detto che la deliberazione che approvi una proposta *non* conveniente (ove sottoposta al vaglio di convenienza comparativa di cui alle richiamate disposizioni) sia, per questo soltanto, una deliberazione affetta da vizi di invalidità e, quindi, impugnabile a norma dell’art. 2416 cod. civ. (in argomento, cfr. G. PELLEGRINO, *L’organizzazione degli obbligazionisti*, 139 ss.; L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, 237 ss.; M. SARALE, *Società per azioni. Obbligazioni*, 477 ss.).

⁽¹¹¹⁾ Si rinvia, in proposito, alle argomentazioni sviluppate nel § 1 del presente Capitolo I nonché, per i riferimenti dottrinali a sostegno della tesi, alla precedente nota 10.

2419 cod. civ. sia in caso di inerzia dell'assemblea sia *a prescindere* dall'attività assembleare, purché non siano con quest'ultima *incompatibili*.

Ciò detto, l'opposizione all'omologazione ben può essere finalizzata alla censura di vizi della proposta concordataria o delle diverse fasi procedurali che abbiano condotto alla sua approvazione ed omologazione del tutto *esogeni* rispetto al procedimento di decisione collegiale dell'assemblea degli obbligazionisti. In altri termini, un conto è la possibilità di sindacare la validità della deliberazione assembleare per vizi di nullità o di annullabilità che ne abbiano inficiato l'adozione o formazione (art. 2416 cod. civ.), altro è quella di provocare un sindacato giudiziario su ogni eventuale profilo di illegittimità, formale o sostanziale, della proposta concordataria (artt. 129, comma 5, e 180, comma 4, l. fall.).

Proprio per la diversità dei piani di azione, non solo l'iniziativa del singolo obbligazionista non pare confliggere con il requisito di compatibilità di cui al richiamato art. 2419 ma anzi della stessa potrà altresì beneficiare l'intero "gruppo" obbligazionario, qualora – ad esito del sindacato giudiziale – il procedimento concorsuale di approvazione della proposta concordataria risulti viziato per profili che esulino da eventuali vizi "endogeni" della delibera assembleare (i quali rileverebbero invece in sede di impugnazione *ex art.* 2416 cod. civ.) o comunque la proposta stessa soddisfi gli obbligazionisti in misura *inferiore* rispetto a quanto non otterrebbero, ad esempio, in caso di liquidazione concorsuale.

In conclusione, pare doversi ritenere che, tra le tutele e le difese poste a favore dei creditori dissenzienti nel contesto delle procedure concordatarie, quella dell'opposizione all'omologazione vada altresì riconosciuta agli obbligazionisti dissenzienti *ma* in minoranza. Resta inteso che, per poter proporre opposizione *ex art.* 180 l. fall. nel concordato preventivo *senza* classi, tali obbligazionisti dovranno possedere, individualmente o congiuntamente, titoli obbligazionari che, per importo, rappresentino almeno il venti per cento dei crediti ammessi al voto.

4.4 *Trattamento degli obbligazionisti “al di fuori” delle procedure di concordato, tenuto conto dell’evoluzione della disciplina concordataria.*

Tenuto conto delle considerazioni sin qui svolte in merito alla posizione degli obbligazionisti e al ruolo del relativo organo assembleare nell’ambito delle procedure concordatarie, come da ultimo riformate, si potrebbe essere indotti a ritenere che, *se (i)* l’ordinamento italiano ha ulteriormente favorito – tramite i nuovi e più flessibili strumenti testé ricordati – il ricorso alle procedure di soluzione *concordata* della crisi con l’obiettivo di *agevolare* il superamento degli stati di crisi e *(ii)*, ove la società debitrice abbia fatto ricorso all’emissione di obbligazioni, il ruolo dell’assemblea degli obbligazionisti assume in tale contesto spiccata rilevanza e centralità, allora un’interpretazione *sistematica* della disciplina dell’assemblea degli obbligazionisti (come dettata dall’art. 2415 e ss. cod. civ.) dovrebbe essere coerente con l’obiettivo di ordine generale appena ricordato. In questa prospettiva, dovrebbe così ammettersi il ricorso al metodo assembleare *ex art. 2415*, comma 1, n. 2, cod. civ. ogni qualvolta sopravvenga una situazione di crisi che giustifichi un adeguamento delle condizioni del prestito rispetto alle mutate vicende economiche dell’emittente ⁽¹¹²⁾, anche al di fuori di una specifica procedura di concordato regolata dalla legge fallimentare ed a prescindere dalla qualificazione (come essenziale od accessoria, tipizzante o non) delle condizioni volta per volta oggetto di modificazione, senza addossare alla società l’arduo onere di rintracciare ciascun obbligazionista e richiederne il consenso individuale.

La ricostruzione appena prospettata non terrebbe però conto dei plurimi fattori che suggeriscono, *rectius* impongono, di distinguere la posizione dell’obbligazionista (come singolo e come parte del “gruppo” obbligazionario) nelle vicende modificative delle condizioni del prestito che si svolgono e restano *all’interno* di

⁽¹¹²⁾ In questo senso, l’evoluzione dell’ordinamento italiano, e precipuamente del c.d. diritto della crisi d’impresa, assumerebbe significato anche *oltre* i confini delle specifiche procedure concorsuali ivi disciplinate, fornendo oggi una argomentazione interpretativa in più e di ordine sistematico per avallare gli orientamenti interpretativi già descritti nel § 3.1 che precede.

procedure di composizione concordata (e concorsuale) della crisi da quella che gli è riconosciuta ove siano prospettate modificazioni dei termini originari del rapporto per via *puramente* negoziale e bilaterale (tra l'emittente, da un lato, e il gruppo obbligazionario, dall'altro lato) *al di fuori* di tali procedure.

Se è vero che i poteri dell'assemblea degli obbligazionisti sono particolarmente significativi nel contesto delle sopra richiamate procedure, pari rilevanza deve nondimeno riconoscersi agli specifici strumenti di tutela, preventiva (si pensi alle condizioni di ammissibilità della proposta e al giudizio di omologazione) ovvero successiva (si pensi, in particolare, all'opposizione all'omologazione), che proteggono le posizioni *individuali* degli obbligazionisti, ove intaccate da proposte concordatarie illegittime od anche soltanto meno convenienti rispetto ad altre soluzioni alternative concretamente praticabili. Strumenti che, per quanto si possa cercare di enfatizzare il rimedio dell'impugnazione *ex art.* 2416 cod. civ. ⁽¹¹³⁾, risultano a ben vedere del tutto assenti al di fuori di tali procedure.

Peraltro, nelle procedure di concordato il sacrificio degli obbligazionisti si realizza comunque *in concorso* con quello richiesto agli *altri* creditori della società emittente così da realizzare una sorta di "transazione collettiva" di tutte le ragioni di credito vantate dagli stessi creditori, per quanto il trattamento loro riservato possa, a determinare condizioni, essere *differenziato*.

Nel caso delle procedure di concordato il sacrificio richiesto agli obbligazionisti, in ragione delle modificazioni peggiorative delle originarie condizioni del prestito previste dalla proposta concordataria, appare, quindi, *minore* rispetto a quello che si avrebbe ove le medesime modifiche (si pensi, ad esempio, ad una sostanziale riduzione dell'importo del debito) siano proposte dall'emittente ai *sol*i obbligazionisti e decise dalla maggioranza assembleare *ex art.* art. 2415, comma 1, n. 2, cod. civ. al di fuori di qualsivoglia procedura concorsuale ed in assenza di ogni scrutinio giudiziario. In tale caso, infatti, la riorganizzazione economico-finanziaria dell'emittente graverebbe unicamente sulle spalle degli obbligazionisti ed andrebbe a vantaggio non solo della società emittente, ma anche di altri

⁽¹¹³⁾ Sia consentito rinviare, in proposito, alle considerazioni già svolte nel precedente § 4.3.

creditori ai quali, per contro, potrebbe non essere richiesta alcuna rinuncia rispetto alle originarie condizioni del credito o – nella migliore delle ipotesi – potrebbero essere state riservate condizioni più favorevoli rispetto a quelle proposte agli obbligazionisti.

Muovendo da tali considerazioni, non pare dunque possibile equiparare la posizione del singolo obbligazionista che, pur dissentendone, sia assoggettato al volere della maggioranza assembleare nel contesto di una procedura di concordato, con quella dell'obbligazionista che sia invece vincolato ad una deliberazione assembleare al di fuori di ogni schema concorsuale.

Piuttosto, è proprio valorizzando l'evoluzione del diritto della crisi e la volontà del legislatore di introdurre strumenti più flessibili – *ma* controllati – per la composizione concordata della crisi d'impresa, che a maggior ragione trovano credito le tesi “restrittive” circa l'ambito della competenza assembleare di cui all'art. 2415, comma 1, n. 2, cod. civ., al di fuori di esse ⁽¹¹⁴⁾. In altri termini, la totale compressione della volontà del singolo rispetto a quella della maggioranza si giustifica per la speciale natura e disciplina delle procedure di concordato ed in esse trova il suo limite.

Al di fuori dell'ambito di applicazione delle speciali disposizioni di cui alla legge fallimentare, ogni *alterazione* degli originari assetti contrattuali dei rapporti di credito deve – *di regola* – ritenersi assoggettata ai principi generali del diritto contrattuale, e dunque al consenso di *tutte* le parti coinvolte, pur (ed anzi, soprattutto) in presenza di situazioni di temporanea crisi economico-finanziaria dell'impresa debitrice.

Con specifico riguardo alla posizione degli obbligazionisti, pare allora doversi *distinguere* la linea di confine tra principio maggioritario e prerogative dei singoli tracciata dal legislatore nell'ambito delle procedure di soluzione concordata della crisi d'impresa, nel qual caso gli orizzonti della competenza assembleare vedono la loro massima estensione, da quella operante al di fuori delle ridette procedure,

⁽¹¹⁴⁾ Sulle argomentazioni addotte dai sostenitori di tali tesi, ci si è già ampiamente soffermati nel § 3.2 che precede.

ove la preminenza del principio maggioritario non troverebbe alcun idoneo temperamento, mancando le tutele proprie di una procedura in concorso tra i creditori ed ogni controllo o forma di scrutinio giudiziario sul trattamento delle singole classi o categorie di creditori sociali.

5. Il supporto del dato comparatistico. In particolare, la disciplina statunitense.

La ricostruzione sin qui proposta induce, evidentemente, a prediligere una interpretazione *restrittiva* dell'art. 2415, c. 1, n. 2, cod. civ., e dunque della competenza dell'assemblea a decidere in ordine alle «modificazioni delle condizioni del prestito», limitandone il più possibile l'ambito applicativo e salvaguardando, in particolare, i “dati tipizzanti” del prestito obbligazionario, tra i quali primariamente rientra il rimborso della somma originariamente data in prestito.

Tali considerazioni trovano, peraltro, un significativo riscontro sul piano comparatistico.

In particolare, negli Stati Uniti le emissioni obbligazionarie oggetto di offerta al pubblico interstatale e di ammontare rilevante sono assoggettate alla disciplina del c.d. *Trust Indenture Act* (una legge federale del 1939, di seguito “*TIA*”) ⁽¹¹⁵⁾.

⁽¹¹⁵⁾ Più precisamente, il *TIA* trova inderogabilmente applicazione con riferimento alle emissioni di *bond* che siano (i) rivolte al pubblico mediante un'offerta di sottoscrizione ed acquisto c.d. “interstatale” mediante utilizzo delle piattaforme di commercio tra Stati (c.d. *interstate facility*) e (ii) di ammontare complessivo superiore a quello tempo per tempo fissato dalla *Securities and Exchange Commission (SEC)*. Per un approfondimento sul contenuto e sulle finalità del *TIA*, si veda L. LOSS – J. SELIGMAN, *Securities Regulation*, IV, Frederick (Md), 2000, 1591 ss. Per contro, le emissioni che non abbiano tali caratteristiche o che, comunque, siano espressamente esentate dall'ambito di applicazione del *TIA* sono regolamentate su base puramente convenzionale da un *indenture* che disciplina, *inter alia*, (a) i poteri e i doveri del *trustee*, prima e dopo un inadempimento da parte dell'emittente, (b) i rapporti tra emittente, *trustee* e *bondholder*, nonché (c) le prerogative della maggioranza e i diritti intangibili dei singoli *bondholder*. Sebbene, come detto, in questi casi la disciplina “organizzativa” sia di origine puramente convenzionale, l'*American Bar Association* ha elaborato un modello di *indenture* che ad oggi costituisce lo *standard* di riferimento per la quasi totalità delle emissioni obbligazionarie non assoggettate al *TIA*. Tale modello, introdotto per la prima volta nel 1983, con la denominazione di “*Model*

Proprio allo scopo di ovviare ai problemi derivanti dalla dispersione dei portatori dei titoli, il *TIA* prevede che la società emittente nomini un *trustee* ⁽¹¹⁶⁾, chiamato a tutelare gli interessi dei *bondholder*, e stabilisce, tra le altre cose, i poteri e i doveri a quest'ultimo facenti capo, nonché i poteri spettanti alla maggioranza dei *bondholder*. I rapporti tra emittente, *trustee* ed obbligazionisti sono, più in dettaglio, disciplinati in un contratto (c.d. *indenture*), sottoscritto tra emittente e *trustee* ed accettato, per adesione, dai *bondholder* in sede di sottoscrizione ed acquisto dei titoli, il cui contenuto è a sua volta vincolato alle previsioni della legge federale.

Quanto alla dialettica tra diritti individuali degli obbligazionisti e principio maggioritario, la *Section 316(b)* del *TIA* espressamente prevede che i diritti di pagamento degli obbligazionisti, siano essi relativi al rimborso del capitale ovvero alla remunerazione del prestito, non possano in alcun modo essere intaccati o comunque pregiudicati («*impaired or affected*») senza il consenso di ciascun singolo *bondholder* ⁽¹¹⁷⁾.

Simplified Indenture», è stato successivamente oggetto di revisione ed integrazione e, nel 1999, l'associazione ha pubblicato una nuova versione, denominata «*Revised Model Simplified Indenture*» (disponibile sul sito *web* della richiamata associazione: www.americanbar.org), che prevede una disciplina più dettagliata con riguardo al *trustee*, nonché una disciplina specifica in relazione alle obbligazioni subordinate. Sui contenuti di tale *standard* contrattuale – con particolare riguardo ai diritti individuali degli obbligazionisti ed alla loro dialettica con la regola maggioritaria in ipotesi di modifiche del regolamento del prestito (*indenture*) – si tornerà più ampiamente nel § 3.4 del Capitolo II.

⁽¹¹⁶⁾ La circostanza che il *trustee* sia nominato dall'emittente implica una specifica attenzione del legislatore federale sulle possibili situazioni di conflitto di interessi in cui lo stesso possa versare quando chiamato a tutelare gli interessi propri degli obbligazionisti. A tali aspetti è in particolare dedicata la *Section 310* del *TIA*, che prevede non solo una serie di requisiti soggettivi volti ad assicurare la professionalità ed indipendenza del *trustee*, ma anche una serie di situazioni di «*conflict of interests*», al ricorrere delle quali il *trustee* è tenuto a dimettersi qualora si sia verificato un inadempimento in relazione al prestito e lo stesso non sia stato rimediato entro un periodo massimo di novanta giorni dalla sopravvenienza del conflitto. Per una più puntuale descrizione delle singole situazioni di conflitto, si veda N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari*, 85.

⁽¹¹⁷⁾ Letteralmente, ai sensi della *Section 316(b)* del *TIA*, «the right of any holder of any indenture security to receive payment of the principal of and interest on such indenture security, on or after the respective due dates expressed in such indenture security, [...] shall not be impaired or affected without the consent of such holder».

Storicamente le Corti statunitensi hanno interpretato la richiamata *Section 316(b)* in modo da circoscrivere il più possibile il perimetro applicativo del divieto e lasciare alla società emittente la possibilità di apportare – compatibilmente con il tenore *letterale* della stessa – il più ampio novero di modifiche alle condizioni del prestito nel contesto dei c.d. *out-of-court restructuring*, ossia di accordi volontari di ristrutturazione del debito non soggetti ad alcuno scrutinio di natura giudiziale, previo unicamente il consenso dei *bondholder* espresso in via maggioritaria.

La sola, ma invalicabile, barriera tradizionalmente individuata dalla giurisprudenza statunitense in applicazione della richiamata *Section 316(b)* consisteva nella impossibilità per l'assemblea di acconsentire ad una *formale* abrogazione dei *diritti* di pagamento degli obbligazionisti (c.d. «*legal right to the principal and interest*»), restando di contro disponibili alla maggioranza assembleare eventuali modifiche che – lungi dall'intaccare sul piano strettamente giuridico il diritto di pagamento – semmai avrebbero pregiudicato il «*practical right*» degli obbligazionisti di realizzare il proprio credito, ossia, secondo altra prospettiva, l'effettiva capacità dell'emittente di adempiere le obbligazioni di pagamento incorporate nei titoli ⁽¹¹⁸⁾.

Pare tuttavia meritevole di cenno la circostanza che due recenti pronunce delle Corti federali del Distretto Sud di New York ⁽¹¹⁹⁾, rispettivamente del dicembre 2014 e del gennaio 2015, abbiano proposto una più *ampia* lettura della *Section 316(b)* del *TIA*, sostenendo che tale disposizione sia in verità indirizzata a proteggere il diritto – non solo *formale*, ma anche – *sostanziale* degli

⁽¹¹⁸⁾ In questo senso, *ex multis*, *UPIC & Co. v. Kinder-Care Learning Centers, Inc.* (S.D.N.Y. 1992); *In re Northwestern Corp.* (Bankr. D. Del. 2004); *YRC Worldwide Inc. v. Deutsche Bank Trust Co. Americas* (D. Kan. 2010).

⁽¹¹⁹⁾ *Marblegate Asset Mgmt. v. Education Mgmt. Corp.* (S.D.N.Y. 2014); *MeehanCombs Global Credit Opportunities Funds, LP v. Caesars Entertainment Corp.* (S.D.N.Y. 2015). Merita peraltro di essere segnalato come progenitrice di tale orientamento sia stata una decisione assunta da una Corte federale del medesimo Distretto con riferimento al caso “*Federated*” della fine degli anni '90 (*Federated Strategic Income Fund v. Mechala Grp. Jam. Ltd.* (S.D.N.Y. 1999)), nella quale – pur in distonia con l'orientamento al tempo (ed ancora sino allo scorso anno) prevalente – la Corte aveva già affermato che la *Section 316(b)* del *TIA* «protects the *ability*, and not merely the *formal right*, to receive payment in some circumstances».

obbligazionisti ad ottenere la restituzione della somma data in prestito ed il pagamento degli interessi nei termini ed alle condizioni originariamente stabiliti nel regolamento di emissione.

Secondo l'orientamento espresso nelle decisioni testé menzionate, non sarebbe pertanto modificabile a maggioranza *alcuno* dei cc.dd. *core term*, ossia dei termini e delle condizioni del prestito obbligazionario potenzialmente in grado di incidere sulla effettiva possibilità per gli obbligazionisti di ottenere il soddisfacimento delle obbligazioni di pagamento vantate nei confronti dell'emittente. In questa prospettiva, le Corti del Distretto Sud di New York hanno sostenuto, più specificamente, che *anche* la liberazione di *parent company guarantee* (garanzie personali concesse dalla controllante dell'emittente) che assistano il prestito obbligazionario, in quanto deteriori le concrete possibilità di restituzione del credito, sia decisione necessariamente rimessa al consenso unanime di *tutti* gli obbligazionisti, trovando «*unsatisfying the notion that Section 316(b) protects only against formal, explicit modification of the legal right to receive payment*»⁽¹²⁰⁾.

Ove portata alle sue estreme conseguenze, la richiamata posizione delle Corti distrettuali potrebbe evidentemente determinare un sensibile ridimensionamento del ruolo dell'assemblea con riguardo alle emissioni obbligazionarie assoggettate alle disposizioni del *TIA*, posto che, almeno in linea di principio, la gran parte delle condizioni regolatrici dell'emissione, ivi inclusi i cc.dd. *negative covenant* (ossia gli impegni di *non* fare, tra i quali tipicamente si annoverano le clausole cc.dd. di *negative pledge, no disposal* o *no further indebtedness*) assunti dall'emittente e i parametri finanziari (cc.dd. *interest service cover ratio, debt service cover ratio, et similia*) che lo stesso si impegna a rispettare per tutta la durata del prestito, hanno proprio lo scopo di evitare che la capacità dell'emittente di fare fronte alle obbligazioni assunte – si parla, in particolare, di «*noteholders*'

⁽¹²⁰⁾ Cfr. *Education Management*, Section 4 «*Plaintiffs Have Demonstrated a Likelihood of Success on the Merits – a. The Trust Indenture Act Affords a Broad Protection Against Nonconsensual Debt Reorganizations*».

ability to receive payment» ⁽¹²¹⁾ – possa essere pregiudicata durante la vita del prestito.

Per quanto si tratti di pronunce non definitive (ed anzi, con riguardo al caso *Marblegate*, già oggetto di riforma in appello nel gennaio 2017 ⁽¹²²⁾) e in ogni caso di per sé non sufficienti per segnare una vera e propria un’inversione di rotta rispetto alla tradizionale e consolidata impostazione giurisprudenziale circa la portata applicativa del divieto di cui alla *Section 316(b)*, pare nondimeno degna di nota la ricostruzione “di sistema” operata in tali occasioni dalle Corti distrettuali, la quale indubbiamente offre ulteriori spunti – sul piano dell’esperienza comparata – a supporto delle considerazioni svolte nel precedente § 4 in ordine al diverso

⁽¹²¹⁾ *Education Management*, Section 4 «*Plaintiffs Have Demonstrated a Likelihood of Success on the Merits – a. The Trust Indenture Act Affords a Broad Protection Against Nonconsensual Debt Reorganizations*». *Contra*, cfr. *In Magten Asset Management Corporation & Law Debenture Trust «Company of New York, v. Northwestern Corporation* (Bankr. D. Del. 2004) secondo cui, invece, *TIA § 316(b) does not provide a guarantee against the issuing company's default or its ability to meet its obligations. Accordingly, the fact that the deletion of section 5.01 might make it more difficult for holders to receive payment directly from plaintiff does not mean that the deletion without unanimous consent violates TIA § 316(b)*».

⁽¹²²⁾ Si veda *Marblegate Asset Mgmt. v. Education Mgmt. Corp.* (Docket No. 15-2124-cv(L), 17 January 2017). La decisione della Corte di Appello sembra in verità porsi in linea di continuità con l’orientamento fortemente critico nei confronti delle pronunce delle Corti distrettuali di New York sopra richiamate, diffusosi tra accademici e professionisti del settore (cfr. M. J. ROE, *The Trust Indenture Act of 1939 in Congress and the Courts in 2016: Bringing the SEC to the Table*, in *Harvard Law Review Forum*, 10 maggio 2014, disponibile su <http://harvardlawreview.org/2016/05/the-trust-indenture-act-of-1939-in-congress-and-the-courts-in-2016-bringing-the-sec-to-the-table/>; J. BUTLER, *The Examiners: It's Bad Public Policy to Empower Holdout Bondholders*, in *The Wall Street Journal*, 1 ottobre 2015, disponibile su <http://blogs.wsj.com/bankruptcy/2015/10/01/the-examiners-its-badpublic-policy-to-empower-hold-out-bondholders>; K. N. KLEE, *How Judges Are Skewing Bond Law*, in *The Wall Street Journal*, 8 novembre 2015, disponibile su www.wsj.com/articles/how-judges-areskewing-bond-law-1447019326). Tra le maggiori critiche mosse agli orientamenti espressi dalle Corti distrettuali vi è soprattutto l’incertezza che ne discenderebbe circa la legittimità di un intero settore del mercato finanziario, alimentato – oramai da decenni – da ristrutturazioni finanziarie di natura stragiudiziale ed extra-concorsuale (*out-of-courts reorganisation*), basate anche su di una lettura *testuale* e dai contorni più chiaramente definiti delle restrizioni poste dalla *Section 316(b)* del *TIA* (in questo senso cfr. B. LIU, *Exit Consents in Debt Restructurings*, 13 febbraio 2017, disponibile su <https://ssrn.com/abstract=2916453B>, secondo cui peraltro l’interpretazione estensiva data dalle Corti distrettuali non sarebbe conforme al disposto normativo della *Section 316(b)* sulla base dell’argomentazione – invero, puramente formale e non del tutto convincente – che «*the value of a legal right to payment may decrease due to a variety of reasons, such as the obligor becoming less creditworthy. As long as the formal legal right remains intact, the fact that the value of that legal right is diminished or lost due to the action or omission of the obligor or a third party does not, by itself, give rise to a claim against the obligor or the third party*».

atteggiarsi della dialettica tra diritti collettivi ed individuali dentro e fuori dalle procedure concorsuali.

In particolare, i giudici statunitensi hanno specificamente evidenziato, nelle motivazioni delle decisioni prima richiamate ⁽¹²³⁾, come la *ratio* della *Section 316(b)* del *TIA* sia – nella loro opinione – proprio quella di evitare che le difficoltà economico-finanziarie dell'emittente possano essere superate mediante rinunce o concessioni dallo stesso ottenute facendo ricorso ad accordi di ristrutturazione che *non* constino né di alcuno scrutinio giudiziale, né del consenso unanime di *tutti* gli obbligazionisti, piuttosto che ricorrere più opportunamente ad una formale «*corporate reorganization*», come disciplinata dal *Chapter 11* del *Bankruptcy Code* statunitense ⁽¹²⁴⁾. Secondo tale linea interpretativa, quindi, poiché l'ordinamento statunitense offre all'impresa sociale la possibilità di comporre la propria situazione di crisi, in accordo con i creditori, mediante il ricorso alla *corporate reorganization*, ed in tale sede il raggiungimento dell'accordo trova ampia facilitazione sia nell'utilizzo della formula maggioritaria, sia nella

⁽¹²³⁾ Cfr. *Education Management*, par. 18, che a sua volta richiama *Brady v. UBS Fin. Servs., Inc.*, 538 F.3d 1319, 1325 (10th Cir. 2008) secondo cui «Section 316(b) was adopted with a specific purpose in mind to prevent out-of-court debt restructurings from being forced upon minority bondholders. Specifically, § 316(b) was designed to provide judicial scrutiny of debt readjustment plans to ensure their equity».

⁽¹²⁴⁾ In particolare, la Corte osserva che «[t]he reports of the House and Senate subcommittees responsible for drafting the Trust Indenture Act offer precisely the same understanding of the purpose of Section 316(b): "Evasion of judicial scrutiny of the fairness of debt readjustment plans is prevented by this prohibition. [...] This prohibition does not prevent the majority from binding dissenters by other changes in the indenture or by a waiver of other defaults, and the majority may of course consent to alterations of its own rights." [...] This Court is wary of the murkiness of legislative history, and the risk that "judicial reliance on legislative materials like committee reports [...] may give unrepresentative committee members - or, worse yet, unelected staffers and lobbyists - both the power and the incentive to attempt strategic manipulations of legislative history to secure results they were unable to achieve through the statutory text." *Allapattah*, 545 U.S. at 568. Yet courts and commentators to consider the legislative purpose and history of the Trust Indenture Act have come to the same conclusion, even while often disparaging the result: that Section 316(b) was intended to force bond restructurings into bankruptcy where unanimous consent could not be obtained. See *Brady v. UBS Fin. Servs., Inc.*, 538 F.3d 1319, 1325 (10th Cir. 2008) ("Section 316(b) was adopted with a specific purpose in mind - to prevent out-of-court debt restructurings from being forced upon minority bondholders. [...] Specifically, § 316(b) was designed to provide judicial scrutiny of debt readjustment plans to ensure their equity" - cfr. *Education Management*, Section 4 «*Plaintiffs Have Demonstrated a Likelihood of Success on the Merits – a. The Trust Indenture Act Affords a Broad Protection Against Nonconsensual Debt Reorganizations*»).

possibilità di suddividere i creditori in classi distinte, riservando loro trattamenti differenziati ⁽¹²⁵⁾, al di fuori di tale procedura ed *almeno* con riguardo alle emissioni assoggettate al *TIA* (cui *direttamente* si riferiscono le pronunce appena richiamate), ogni alterazione, formale o sostanziale, dei diritti di pagamento degli obbligazionisti dovrebbe richiedere il previo consenso di ciascuno di essi.

L'esperienza comparatistica assume, nel caso di specie, una rilevanza tutt'altro che trascurabile, posto che le riforme introdotte dal legislatore italiano con riguardo alla disciplina della composizione concordata della crisi d'impresa hanno indubbiamente trovato ispirazione, soprattutto con riguardo all'introduzione delle classi e alla disciplina dell'opposizione all'omologazione, nel modello delineato dal *Chapter 11* del *Bankruptcy Code* per la *corporate reorganization* ⁽¹²⁶⁾. Il progressivo avvicinamento della disciplina italiana delle procedure di concordato al modello statunitense costituisce, evidentemente, una ragione in più per riservare una particolare attenzione all'evoluzione e alle soluzioni tempo per tempo adottate in tale ordinamento *anche* in punto di equilibrio tra *collective right* e *individual right* dei *bondholder*.

Accanto all'esperienza statunitense, vale infine la pena di ricordare – ad ulteriore supporto della ricostruzione sin qui proposta – la soluzione adottata dal più vicino ordinamento francese. Secondo la disciplina relativa all'organizzazione degli *obligataires* prevista dal *code de commerce*, infatti, i portatori di obbligazioni emesse da società francesi sono riuniti di diritto in un'organizzazione («*masse des obligataires*»), cui è attribuito per espressa previsione di legge un novero assai

⁽¹²⁵⁾ Vale ricordare, in proposito, che l'ordinamento statunitense prevede, sin dal 1978, la possibilità di collocare, nel contesto di una formale *corporate reorganization*, «a claim or an interest in a particular class», a condizione che «such claim or interest is substantially similar to the other claims or interests of such class» (cfr. § 1122(b) del *Chapter 11*).

⁽¹²⁶⁾ In questo senso, si veda M. SCIUTO, *La classificazione dei creditori*, 568 ss., che svolge tra l'altro una accurata disamina e comparazione dei nuovi istituti introdotti nell'ambito della disciplina concordataria italiana con le corrispondenti previsioni della disciplina statunitense relativa alla *corporate reorganization* di cui al *Chapter 11*, con particolare riguardo ai criteri di formazione delle classi previsti nell'uno e nell'altro ordinamento, nonché ai rimedi (opposizione all'omologazione *vs.* *best interest test*) previsti dalle due discipline a confronto per la tutela dei creditori di minoranza.

ampio ed articolato di competenze, che tuttavia – come meglio si vedrà nel prosieguo ⁽¹²⁷⁾ – non ricomprende, o almeno non “di regola”, *anche* la rinuncia, totale o parziale, ai diritti di pagamento degli obbligazionisti. Ciò nondimeno, tale competenza, esclusa quando la società è *in bonis*, è espressamente riconosciuta alla maggioranza assembleare nello specifico contesto delle procedure concorsuali di “*sauvegarde*”, le quali presentano numerosi profili di affinità con le nostre procedure di concordato, in virtù di una speciale disposizione di legge ⁽¹²⁸⁾ ai sensi della quale la deliberazione assembleare di approvazione del piano di salvaguardia proposto dalla società emittente può anche comportare una totale o parziale rinuncia da parte degli *obligataires* rispetto ai diritti di credito vantati nei confronti della società proponente.

⁽¹²⁷⁾ Sulla disciplina organizzativa francese e sulla relativa ricostruzione da parte della dottrina francese prevalente, ci si soffermerà più ampiamente nel § 3.4 del successivo Capitolo II.

⁽¹²⁸⁾ Cfr. Art. L626-32, *code de commerce*: “*La délibération peut notamment porter sur des délais de paiement, un abandon total ou partiel des créances obligataires et, lorsque le débiteur est une société par actions dont tous les actionnaires ne supportent les pertes qu'à concurrence de leurs apports, des conversions de créances en titres donnant ou pouvant donner accès au capital. Le projet de plan peut établir un traitement différencié entre les créanciers obligataires si les différences de situation le justifient. Il prend en compte les accords de subordination entre créanciers conclus avant l'ouverture de la procédure*”.

CAPITOLO II

L'ORGANIZZAZIONE DEGLI OBBLIGAZIONISTI TRA DISCIPLINA E CONTRATTO

SOMMARIO: 1. Premessa. Gli obbligazionisti tra organizzazione legale e autonomia contrattuale. - 2. Rilevanza domestica e transfrontaliera della questione proposta. - 3. Natura della disciplina organizzativa tra teoria generale del diritto societario ed autonomia privata. - 3.1 La disciplina organizzativa nella prospettiva dell'emittente e del sistema capitalistico. - 3.2 La disciplina organizzativa nella prospettiva degli obbligazionisti: inderogabilità "di protezione"? - 3.3 Deroghe alla disciplina e tipicità normativa della fattispecie obbligazionaria. - 3.4 Il supporto del dato comparatistico. - 4. Natura "tendenzialmente" derogabile del modello organizzativo e profili di diritto fallimentare. - 5. Dal diritto interno al diritto internazionale privato. Riflessi della ricostruzione proposta sull'assetto organizzativo delle emissioni all'estero di società italiane.

1. Premessa. Gli obbligazionisti tra organizzazione legale e autonomia contrattuale.

Le argomentazioni sviluppate nel precedente Capitolo ed in particolare la ricostruzione proposta in ordine alla dialettica tra diritti individuali e collettivi degli obbligazionisti nel modello organizzativo di cui agli artt. 2415 ss. cod. civ., inducono a ritenere che, tra le competenze attribuite *direttamente* dalla legge all'assemblea degli obbligazionisti, *non* possa intendersi ricompresa l'approvazione di proposte di modifica che alterino i tratti tipologici dell'operazione di prestito.

Si è nondimeno precisato che ad una diversa conclusione deve pervenirsi quando si tratti di modifiche o alterazioni del rapporto di prestito proposte nello specifico contesto delle procedure di soluzione concordata della crisi disciplinate dalla legge fallimentare. Anche valorizzando i segnali provenienti dalle riforme più di recente intervenute nel diritto della crisi d'impresa e dalla disciplina concorsuale statunitense cui il nostro legislatore sembra essersi ampiamente ispirato, è parso infatti che i poteri dell'assemblea degli obbligazionisti assumano una valenza spiccatamente diversa, più ampia ed incisiva, quando la stessa sia chiamata ad intervenire in ambito concorsuale.

In tale prospettiva, si è osservato che, mentre *nelle* formali procedure di composizione concordata della crisi l'ambito di competenza dell'assemblea conosce, come si è detto, la sua massima estensione, potendo quest'ultima approvare, con deliberazione maggioritaria, proposte di concordato che abbiano l'effetto di modificare (anche significativamente) i termini dell'originario rapporto sinallagmatico, *fuori* dalle stesse tale competenza pare incontrare dei limiti invalicabili, non potendo intaccare – se non all'unanimità – nessuno di quei diritti *individuali* degli obbligazionisti che derivino dalle caratteristiche *tipologiche* e *strutturali* dell'investimento nello strumento obbligazionario.

In questo senso, l'assemblea non potrebbe, tra l'altro, convenire a maggioranza su una proposta di modifica che comporti la totale o parziale soppressione del diritto al rimborso del capitale investito, né approvare la conversione delle obbligazioni (ordinarie) in strumenti di *equity* ⁽¹²⁹⁾, posto che in entrambi i casi verrebbe per

⁽¹²⁹⁾ Come già argomentato nel testo (cfr. § 3.2 del Capitolo I, cui si rinvia per un più ampio sviluppo della questione), non pare invece che debbano annoverarsi tra i caratteri *strutturali* ovvero *tipizzanti* della fattispecie obbligazionaria gli interessi e le eventuali garanzie accessorie al prestito: i primi sono infatti un elemento *naturale* e non necessario del rapporto di mutuo, cui può essere causalmente ricondotto il rapporto di prestito; le seconde, invece, hanno carattere puramente eventuale e, laddove previste, la loro liberazione non pare *alterare* il sinallagma contrattuale sottostante all'emissione obbligazionaria. Più complesso appare il tema della modifica sostanziale di clausole di indicizzazione degli interessi all'andamento economico della società nel caso di obbligazioni indicizzate *ex art. 2411*, comma 2, cod. civ., ovvero della soppressione di clausole di conversione, nel caso di obbligazioni convertibili *ex art. 2420-bis* cod. civ.: si potrebbe infatti argomentare che tali fattispecie costituiscano dei sotto-tipi *speciali* di obbligazioni, ancorché sprovvisti di tipicità legale, con caratteri "differenziali" rispetto all'obbligazione ordinaria tali da comportare una traslazione del rapporto cartolarizzato da un puro rapporto di prestito ad un rapporto con causa mista (in questo senso, cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 498).

effetto della modifica radicalmente alterata – in tutto o in parte – la natura dell’investimento rappresentato dai, e frazionato nei, titoli di *debito* originariamente emessi dalla società e sottoscritti da ciascun investitore.

Giunti a tale primo ordine di conclusioni, ci si deve nondimeno interrogare se un più esteso campo d’azione possa essere attribuito alla maggioranza assembleare per via pattizia. Più precisamente, si tratta di indagare se la linea di confine che delimita l’ambito di competenza attribuito *ex lege* all’assemblea in materia di modificazioni del prestito possa essere superata sul piano convenzionale mediante l’inserimento nel regolamento di emissione di apposite clausole volte ad ampliarne il perimetro applicativo.

Ed infatti, un conto è negare che il principio di autonomia contrattuale possa essere del tutto compresso dalla volontà della maggioranza assembleare, così salvaguardando – almeno di regola – i tratti tipizzanti dell’operazione ⁽¹³⁰⁾ e i correlati diritti individuali degli obbligazionisti (modificabili solo *previo* consenso di ciascuno di essi), altro è verificare se la stessa libertà contrattuale delle parti (emittente, da un lato, e sottoscrittori del prestito, dall’altro) non possa a sua volta tracciare una diversa linea di confine tra competenza assembleare e prerogative individuali, ad esempio ampliando il perimetro delle materie attribuite all’assemblea degli obbligazionisti.

Occorre valutare, in altri termini, se la disciplina organizzativa degli obbligazionisti, ivi compresi i poteri e le competenze dell’assemblea, abbia natura dispositiva ovvero inderogabile. La soluzione del quesito, come già evidenziato nelle premesse del presente lavoro, pone all’interprete l’onere di ricercare gli interessi sottesi alla disciplina *de qua*, indagandone in particolare la natura, privata e disponibile ovvero generale o comunque *ultra partes*. È sulla base degli interessi protetti dal legislatore con il modello organizzativo di cui agli artt. 2415 e ss. cod. civ., e quindi delle finalità perseguite dalla disciplina, che l’interprete

⁽¹³⁰⁾ In merito a *quali* termini e condizioni del prestito obbligazionario vadano annoverati tra i caratteri “tipizzanti” della fattispecie, sia consentito rinviare a quanto già esposto precedentemente nel testo, e precisamente al § 3.2 del Capitolo I.

può ricostruire i margini di un eventuale, legittimo, intervento dell'autonomia contrattuale rispetto all'assetto delineato nel codice civile.

2. Rilevanza domestica e transfrontaliera della questione proposta.

Se si osserva la prassi dei mercati finanziari, si coglie immediatamente la rilevanza pratica ed applicativa dell'indagine che qui ci si propone di svolgere, non solo in ambito domestico ma anche rispetto all'operatività transnazionale delle società azionarie italiane.

Come è noto, sino alla fine degli anni '90 il finanziamento delle imprese italiane, ivi comprese quelle costituite in forma di società per azioni, era terreno di elezione pressoché esclusiva delle banche e degli intermediari finanziari autorizzati alla concessione di finanziamenti ai sensi del testo unico bancario (d.lgs. n. 385/1993, di seguito, per brevità, "tub") ⁽¹³¹⁾. Per converso, il ricorso delle imprese al mercato dei capitali *di debito* mediante emissione di obbligazioni era assai limitato e ancor meno frequenti erano i casi di approvvigionamento transfrontaliero di capitali mediante quotazione di emissioni obbligazionarie nei mercati esteri ⁽¹³²⁾.

Per quanto i mercati obbligazionari italiani non abbiano raggiunto a tutt'oggi un livello di maturazione equiparabile a quella dei Paesi finanziariamente più evoluti

⁽¹³¹⁾ Sulle origini della riserva di attività a favore di banche e intermediari finanziari di cui all'art. 106 tub, a partire dalla c.d. "legge bancaria" del 1939-1938, nonché sul processo evolutivo del sistema bancario italiano, si vedano E. GALANTI, *La storia dell'ordinamento bancario e finanziario italiano fra crisi e riforme*, in E. Galanti (a cura di), *diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova, 2008, 53 ss.; A. ANTONUCCI, *Diritto delle banche*, Milano, 2012, 11 ss.; F. GIORGIANNI – C.M. TARDIVO, *Manuale di diritto bancario e degli operatori finanziari*, Milano, 2009, 69 ss.; A. GIANNELLI, *Banche e attività bancaria*, in P. SFAMENI – A. GIANNELLI, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, 2015, Milano, 143 ss.

⁽¹³²⁾ Cfr. BANCA D'ITALIA, *Bollettino economico n. 41*, novembre 2003, 4°, ove si rilevava, tra l'altro, come il ricorso ai prestiti obbligazionari abbia visto – per le cause richiamate nel testo – un aumento significativo solo a partire dalla fine degli anni '90, registrando nel quadriennio 1999-2002, un volume medio annuo di euro 16,5 miliardi, rispetto al volume medio di soli euro 200 milioni raggiunto negli anni 1994-1998.

all'interno della c.d. "area euro" ⁽¹³³⁾, l'avvento della moneta unica ed il conseguente annullamento del rischio di cambio all'interno dell'area, così come l'ampliamento dei limiti quantitativi all'emissione di cui all'art. 2412 cod. civ., hanno senz'altro favorito il ricorso da parte delle società per azioni italiane al canale finanziario dei prestiti obbligazionari, anche mediante emissioni rivolte ad investitori istituzionali operanti sui mercati europei.

La legislazione di riferimento di tali mercati, ed in particolar modo del mercato dei cc.dd. *eurobond*, che costituisce la principale *trading venue* per la quotazione delle emissioni "ordinarie" ⁽¹³⁴⁾ da parte di società italiane, è quella inglese, che – come meglio si vedrà in seguito – diverge sensibilmente da quella italiana con riguardo a più di un profilo inerente l'"organizzazione" dei *bondholder* ed il rapporto tra questi ultimi, singolarmente considerati, e la collettività, tipicamente rappresentata dal *trustee* secondo la volontà espressa dal *bondholders' meeting* nelle materie a quest'ultimo attribuite ⁽¹³⁵⁾.

⁽¹³³⁾ Cfr. F. PANETTA, *Un sistema finanziario per la crescita. Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia*, Milano, 27 gennaio 2014, disponibile sul sito www.bancaditalia.it, il quale osserva che, sebbene la raccolta obbligazionaria rimanga inferiore a quella registrata in altri Paesi avanzati, tra il 2009 e il 2014 i collocamenti obbligazionari sono cospicuamente cresciuti, ammontando in media a 30 miliardi annui, con punte di oltre 35 negli anni in cui si sono acuite le difficoltà di accesso al credito (2009 e 2012). In altri termini, la crisi finanziaria sembra registrare, tra i propri effetti collaterali, anche una progressiva trasformazione del sistema finanziario italiano, da un sistema tradizionalmente di tipo banco-centrico ad un sistema sempre più mercato-centrico.

⁽¹³⁴⁾ Diversamente da quanto accade, invece, per i prestiti obbligazionari cc.dd. *high yield*, che a fronte di una rischiosità dell'investimento maggiore rispetto a quella propria di un'emissione ordinaria, presentano rendimenti particolarmente elevati. Tali strumenti, nati e diffusi inizialmente presso i soli mercati obbligazionari statunitensi ed emessi unicamente da società costituite negli Stati Uniti, hanno fatto ingresso nell'arco dell'ultimo decennio anche nei mercati obbligazionari europei (si veda, in argomento, S. PATERSON, *The Adaptive Capacity of Markets and Convergence in Law: UK High Yield Issuers, US Investors and Insolvency Law*, in *The Modern Law Review*, Vol. 78, Issue 3, 2015, 431-460). In ragione della loro origine e del maggior interesse dimostrato dagli investitori americani per tale tipologia di strumenti, tali operazioni individuano tipicamente nella legge federale degli Stati Uniti e dello Stato di New York la propria legislazione di riferimento (si vedano, in proposito, E. I. ALTMAN, *The Anatomy of the High Yield Bond Market: After Two Decades of Activity-Implications For Europe*, New York University, Center for Law and Business, *Working Paper* No. 98-021, dicembre 1998, 17 ss.; P. WOOD, *Law and Practice of International Finance*, London, 2008, 1178 ss.).

⁽¹³⁵⁾ In particolare, tra gli aspetti della disciplina di legge inglese che più marcatamente si differenziano dal modello legale italiano, come meglio si vedrà nel successivo § 3.4 del presente Capitolo II, si segnala l'utilizzo dello schema del *trust* al fine di disciplinare i profili dell'organizzazione dei *bondholder* inerenti la nomina e i poteri del loro rappresentante nei

Tale legislazione consente, tra le altre cose, che un amplissimo novero di materie, ivi compresa la modifica dei termini di rimborso e di rendimento del prestito od anche la conversione del *bond* in *equity instrument*, siano decise a maggioranza dal relativo *bondholders' meeting*, secondo termini e condizioni interamente stabiliti in via convenzionale tra le parti e riportati nel regolamento di emissione dello strumento (*terms and conditions*). Termini e condizioni, questi ultimi, cui le società italiane che intendano offrire le proprie obbligazioni nell'euromercato dovranno necessariamente conformarsi il più possibile allo scopo di rendere l'offerta di investimento comparabile rispetto a quelle già diffuse sul mercato medesimo e – di riflesso – maggiormente appetibile per i relativi investitori. In tale prospettiva, si può ragionevolmente affermare che gli emittenti italiani che vogliano affacciarsi al mercato dei capitali di debito oltre i confini nazionali siano di fatto costretti ad allinearsi alla prassi degli *eurobond* e a sottoporre la regolamentazione delle proprie emissioni alla legislazione inglese.

Tali considerazioni trovano agevolmente riscontro se si prendono in esame i programmi di emissione di obbligazioni di medio-lungo termine (cc.dd. *Euro medium-term note programme*) costituiti dai principali emittenti italiani nel corso dell'ultimo decennio. Nella quasi totalità dei casi (¹³⁶) si tratta di prestiti sottoposti alla legislazione inglese, disciplinati in maniera del tutto aderente allo *standard* adottato nelle emissioni di *bond* collocate sull'euromercato da parte dei più rilevanti emittenti stranieri.

rapporti con la società emittente (in argomento, cfr. in proposito, P. WOOD, *Law and Practice*, 179 ss.; ID., *International Loans, Bonds and Securities Regulation*, London, 1995, 164 ss.; R. BURGESS, *Corporate Finance Law*, London, 1992, 271 ss.).

(¹³⁶) Tra i più recenti programmi di emissione di *eurobond* di medio-lungo periodo costituiti da emittenti italiani ed assoggettati alla legge inglese, si vedano, a titolo esemplificativo, AEROPORTI DI ROMA S.P.A., *Prospetto relativo al Programma di Emissioni Obbligazionarie (Euro Medium Term Note Programme) per un importo massimo di €1,5 miliardi*, approvato il 28 aprile 2016; TERNA - RETE ELETTRICA NAZIONALE S.P.A., *Prospetto relativo al Programma di Emissioni Obbligazionarie (Euro Medium Term Note Programme) per un importo massimo di €8 miliardi*, approvato il 15 dicembre 2015; A2A S.P.A., *Prospetto relativo al Programma di Emissioni Obbligazionarie (Euro Medium Term Note Programme) per un importo massimo di €4 miliardi*, approvato il 19 dicembre 2014; ENEL S.P.A. – ENEL FINANCE INTERNATIONAL N.V., *Prospetto relativo al Programma di Emissioni Obbligazionarie (Euro Medium Term Note Programme) per un importo massimo di €35,000,000,000*, approvato il 20 ottobre 2015.

Occorre tuttavia investigare se sia legittimo per una società italiana assoggettare alla legge inglese, e più in generale ad una legislazione straniera, oltre ai termini e alle condizioni economiche del prestito obbligazionario, *anche* profili della regolamentazione del rapporto sui quali sia direttamente e specificamente intervenuto il nostro legislatore, quali in particolare l'organizzazione del gruppo degli obbligazionisti e i relativi rapporti con la società emittente. Il tema si pone anche alla luce di una constatazione derivante, anch'essa, da un esame della prassi applicativa: sebbene – come poc'anzi rilevato – le società italiane assoggettino le obbligazioni destinate a circolare sull'euromercato alla legge inglese e propongano condizioni del tutto in linea con quelle formatesi in tale ordinamento, tanto la documentazione contrattuale che disciplina l'emissione, quanto il relativo prospetto informativo non riportano previsioni chiare ed univoche circa il perimetro d'applicazione della clausola sulla scelta di legge. Nell'ambito delle condizioni del regolamento inerenti le decisioni che possono essere assunte a maggioranza, si adoperano tipicamente formulazioni omnicomprendenti che includono – *inter alia* – il potere di ridurre o persino azzerare del tutto il credito degli obbligazionisti, sia a titolo di restituzione della somma data in prestito, sia a titolo di corresponsione degli interessi (*«reducing or cancelling the amount of principal or the rate of interest payable in respect of the Notes»*) ⁽¹³⁷⁾.

⁽¹³⁷⁾ Cfr. A2A S.p.A., *Prospetto relativo al Programma di Emissioni Obbligazionarie (Euro Medium Term Note Programme) per un importo massimo di €4 miliardi*, approvato il 19 dicembre 2014, sezione “*Terms and Conditions of the Notes*”, *Condition 14 (Meetings of Noteholders and Modification)*. In AEROPORTI DI ROMA S.p.A., *Prospetto relativo al Programma di Emissioni Obbligazionarie (Euro Medium Term Note Programme) per un importo massimo di €1,5 miliardi*, approvato il 28 aprile 2016, il novero delle materie di competenza assembleare è indicato in maniera ancor più ampia e al contempo più dettagliata, includendo non solo modifica *in peius* del diritto al pagamento degli interessi e della sorte capitale (sia in termini di riduzione del *quantum*, sia in termini di totale soppressione dell'obbligo di pagamento) ma anche la possibilità di convertire o sostituire (*exchange*) le obbligazioni emesse con strumenti finanziari di altra natura, anche emessi da società terze rispetto all'emittente, persino non ancora costituite al momento dell'approvazione della delibera di conversione o di approvazione dell'*exchange*. Più precisamente, tra le cc.dd. “*Reserved Matters*” – vale a dire le materie che possono essere deliberate dall'assemblea degli obbligazionisti con il *quorum* “rafforzato” di almeno la metà delle obbligazioni emesse e non estinte – si annoverano: *«any proposal: (i) to change any date fixed for payment of principal or interest in respect of the Notes, to reduce or cancel the amount of principal or interest payable on any date in respect of the Notes or to alter the method of calculating the amount of any payment in respect of the Notes on redemption or maturity or the date for any such payment; (ii) to effect the exchange, conversion or substitution of the Notes for, or the conversion of the Notes into, shares, bonds or other obligations or securities of the Issuer or*

Comunemente, a tali clausole generali si accompagnano tuttavia talune previsioni di salvaguardia volte a fare comunque salve le norme imperative o inderogabili dell'ordinamento italiano («*subject to the mandatory provisions of Italian law*», *et similia*) ⁽¹³⁸⁾: una sorta di *escamotage*, quindi, che di fatto lascia all'interprete il compito di ricostruire quali profili dell'emissione debbano seguire la legislazione convenzionalmente prescelta ed indicata, in via generale, nel regolamento dei titoli (*lex contractus*) e quali invece la legge del Paese di origine dell'emittente (*lex societatis*) ⁽¹³⁹⁾.

any other person or body corporate formed or to be formed» (cfr. *Condition 11 dei Terms and Conditions* di cui alla p. 57 e ss. del relativo prospetto informativo). La formulazione di cui sopra è evidentemente ispirata allo *standard* di derivazione anglo-americana (cfr. in proposito P. WOOD, *Law and Practice*, 177 ss.), ed in questa prospettiva lo sforzo degli operatori sembra essere stato quello di annoverare tali materie tra quelle che possono essere decise dall'assemblea con il *quorum* deliberativo "rafforzato" di cui all'art. 2415, comma 3, cod. civ., pur nell'incertezza del perimetro di applicazione della competenza di cui all'art. 2415, comma 1, n. 2, cod. civ., relativamente alle modificazioni delle condizioni del prestito.

⁽¹³⁸⁾ Cfr. TERNA - RETE ELETTRICA NAZIONALE S.P.A., *Prospetto relativo al Programma di Emissioni Obbligazionarie (Euro Medium Term Note Programme) per un importo massimo di €8 miliardi*, approvato il 15 dicembre 2015, ove si precisa che le regole di funzionamento del *meeting of the Noteholders* troveranno applicazione «*to the extent permitted under the applicable laws and regulations of the Republic of Italy*» e, con riguardo alla nomina del *representative of the Noteholders* (*id est*, il rappresentante comune), che lo stesso può coincidere con la medesima *entity* chiamata a svolgere il ruolo di *trustee* (ai sensi del relativo *agency agreement*) nella misura in cui ciò sia compatibile con le norme imperative di diritto italiano («*subject to the mandatory provisions of Italian law*») – cfr. *Condition 15 (Meetings of Noteholders, Modification and Waivers)* dei relativi *Terms and Conditions*. In A2A S.P.A., *Prospetto relativo al Programma di Emissioni Obbligazionarie (Euro Medium Term Note Programme) per un importo massimo di €4 miliardi*, approvato il 19 dicembre 2014, sezione "*Terms and Conditions of the Notes*", *Condition 14 (Meetings of Noteholders and Modification)*, si precisa invece che «*[a]ll meetings of the Noteholders will be held in accordance with applicable provisions of Italian law in force at the time*».

⁽¹³⁹⁾ Come meglio si vedrà nel successivo § 5 del presente Capitolo, la circostanza che si tratti di una emissione obbligazionaria realizzata da *società* impone altresì di valutare, sotto il profilo del diritto internazionale privato, se l'intera disciplina delle obbligazioni – ivi comprese le norme inerenti l'organizzazione degli obbligazionisti – non debba essere considerata quale materia di diritto societario, assoggettata alla *lex societatis* (o *lex loci incorporationis*) secondo il disposto dell'art. 25 della l. 218/1995.

Inoltre, quand'anche l'emissione si perfezioni con il collocamento dei titoli presso un mercato straniero e per quanto le parti abbiano prescelto la legge straniera per il regolamento del prestito (tipicamente, come già si è detto, la legge inglese nel caso di emissioni di *eurobond* ovvero la legge statunitense, con riguardo all'emissione di prestiti obbligazionari *high yield*), il collegamento con l'ordinamento italiano, in ragione del luogo di costituzione dell'emittente, assume indubbiamente rilevanza nella prospettiva del diritto internazionale privato e potrebbe limitare gli effetti della scelta di legge convenzionalmente operata dalle parti. Vengono infatti in rilievo le clausole cc.dd. di "salvaguardia" previste dal diritto internazionale privato, più oltre esaminate in maggior dettaglio (cfr. successivo § 5), a partire dagli artt. 16 e 17 della legge n. 218 del 31

La questione dei margini di derogabilità della disciplina dell'organizzazione, soprattutto con riguardo alle competenze assembleari e al coordinamento tra diritti individuali e interessi comuni degli obbligazionisti, riveste allora all'atto pratico una rilevanza non solo domestica (e sotto il profilo del diritto interno) ma anche transnazionale (e dunque sotto il profilo del diritto internazionale privato), la cui soluzione inevitabilmente interferisce con la capacità delle società azionarie italiane di sfruttare in maniera effettiva e concreta i mercati obbligazionari esteri ed attingere alle risorse finanziarie rese disponibili dagli investitori stranieri.

Da un punto di vista puramente tecnico-giuridico, nel caso delle emissioni "domestiche" (*id est*, interamente collocate in Italia e sottoposte alla legislazione italiana) si tratterà di capire quali profili della disciplina abbiano, secondo il diritto materiale interno, carattere dispositivo e *se e quali* norme abbiano invece natura imperativa o comunque inderogabile, risultando in quanto tali sottratte alla disponibilità contrattuale delle parti (emittente ed obbligazionisti); nel caso delle emissioni transfrontaliere, tipicamente collocate sull'euromercato da emittenti italiani e sottoposte a legislazione straniera, si tratterà di indagare *se e quali* aspetti della disciplina organizzativa italiana – con particolare, ma non esclusivo, riguardo alle competenze assembleari *ex art. 2415 cod. civ.* – debbano *necessariamente* trovare applicazione per il sol fatto che l'emissione, sebbene collocata all'estero e sottoposta a legislazione inglese, sia realizzata da una società per azioni italiana sulla base dei criteri di collegamento e di soluzione dei conflitti stabiliti dal diritto internazionale privato.

Nell'uno e nell'altro caso l'indagine, pur con i dovuti distinguo sul piano delle norme e dei criteri interpretativi rispettivamente applicabili, ruota evidentemente attorno al problema cardine della possibile interferenza di interessi generali o comunque meta-individuali con i privati interessi di cui sono portatrici le sole

maggio 1995 con la quale è stato riformato il nostro sistema di diritto internazionale privato, che fanno salvi rispettivamente i principi di ordine pubblico dell'ordinamento italiano, nonché le norme cc.dd. di applicazione necessaria, le quali – in ragione del loro *oggetto* e del loro *scopo* – debbono essere applicate nonostante il richiamo alla legge straniera, per arrivare agli artt. 9 e 21 del Regolamento CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 luglio 2008 n. 593 in materia di legge applicabile alle obbligazioni contrattuali (c.d. "Regolamento Roma I"), che parimenti fanno salvi l'ordine pubblico del foro e le norme di applicazione necessaria (come ivi definite).

parti del rapporto di prestito obbligazionario (emittente e portatori dei titoli). Solo una simile interferenza potrebbe infatti giustificare una compressione o delimitazione della libertà contrattuale delle parti, vincolandole al modello organizzativo proposto dal legislatore negli artt. 2415 e ss. cod. civ.

3. Natura della disciplina organizzativa tra teoria generale del diritto societario ed autonomia privata.

Per affrontare il tema della natura (derogabile ovvero cogente) della disciplina organizzativa degli obbligazionisti pare doveroso ricordare anzitutto il peculiare settore dell'ordinamento nel quale tale disciplina si inserisce, vale a dire quello del diritto societario e più precisamente del Capo V dedicato alle società per azioni.

Si tratta, come è noto, di un ambito normativo cui è stato tradizionalmente attribuito dagli interpreti e dalla giurisprudenza un elevato grado di imperatività e tipicità ⁽¹⁴⁰⁾. L'esigenza di una disciplina imperativa della società per azioni è

⁽¹⁴⁰⁾ Sul tema generale della inderogabilità di parte della normativa societaria, specie con riferimento alle società per azioni, la bibliografia è ovviamente sterminata (tra gli altri, si ricordano T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1956, 3 ss.; G. FRÈ, *Recenti orientamenti in materia di società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1956, 56 ss.; G. FERRI, *Poteri e responsabilità in materia di società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1959, 35 ss.; G. AULETTA, *L'ordinamento delle società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1961, 1 ss.). Successivamente alla riforma del 2003, merita di essere segnalato il contributo di F. D'ALESSANDRO, *Il diritto pretorio delle società a mezzo secolo dal codice civile*, in *Riv. soc.*, 2003, 34 ss., ove si osserva – tra l'altro – come la riforma del diritto societario abbia ridisegnato la linea di confine tra norme dispositive e norme imperative nel relativo settore normativo, circoscrivendo sensibilmente lo spazio a queste ultime originariamente assegnato e riconosciuto, allo scopo di assegnare maggiore terreno d'azione all'autonomia statutaria e consentire alla società per azioni di adeguarsi alle mutevoli esigenze del mercato, interno ed internazionale. Più di recente, è tornato ad occuparsi del tema, con accento critico, G. ROSSI, *Competizione regolamentare e contrattualizzazione del diritto societario*, in *Riv. Soc.*, 2016, 1 ss., il quale evidenzia come - complici anche «l'arretramento e il degrado qualitativo del legislatore» - libero mercato, competizione regolamentare e crisi economico-finanziaria del 2008, con tutte le conseguenti misure ed interventi d'urgenza che hanno ridisegnato il c.d. diritto societario della crisi, abbiano nel tempo scardinato il centro delle argomentazioni alla base della tradizionale teoria di imperatività del diritto azionario. Tra le teorie economiche neolibériste che, valorizzando la libertà di mercato, hanno evidenziato la necessità di abbandonare l'impostazione tradizionale e di lasciare spazio all'autonomia contrattuale, occorre ricordare il fondamentale contributo di R. COASE, *the Nature of the Firm*, in *Economica*, Vol. 4 (16), 1937, 386 ss. Si sono inoltre occupati, con riguardo a specifiche questioni, dei profili di inderogabilità della disciplina

stata avvertita, già nel secolo XIX e agli inizi del XX (¹⁴¹), in ragione dei problemi legati alla dissociazione tra proprietà e controllo ed alla tutela dei creditori sociali (¹⁴²). Il pensiero degli interpreti e degli studiosi del diritto commerciale (¹⁴³),

sull'organizzazione degli obbligazionisti, tra gli altri: T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, 38; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 10 e 204 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 493; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 14 ss. Con specifico riguardo alla qualificazione delle norme sull'organizzazione degli obbligazionisti, l'attenzione della dottrina si è per lo più concentrata su due aspetti. (i) Il primo è quello relativo alla necessità di un'organizzazione di gruppo: a tale proposito, l'opinione prevalente è che il carattere *ex lege* dell'organizzazione consenta di ritenerne la costituzione una conseguenza automatica e diretta della stessa creazione ed emissione dei titoli obbligazionari (in questo senso, D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 204; G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 493) e sarebbe proprio tale circostanza a caratterizzare il prestito obbligazionario, la cui emissione non può essere «considerata alla stregua di una emissione di titoli individuali, oppure come la giustapposizione di più emissioni individuali: al contrario, per il solo fatto del rilascio dei titoli dell'emittente ai prenditori, viene a giuridica esistenza il gruppo organizzato» così rendendo di fatto «impossibile sceverare nell'obbligazione la posizione di creditore da quella di membro del gruppo» (così, D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 10). (ii) Il secondo profilo trattato sia in dottrina, sia in giurisprudenza attiene invece alla qualificazione del rappresentante comune come organo necessario ovvero eventuale dell'organizzazione degli obbligazionisti. Su tale questione, si tornerà più ampiamente nel successivo § 4, potendosi tuttavia anticipare sin da ora che allo stato non pare univocamente indicato dagli interpreti quale sia la sfera degli interessi *indisponibili* alle parti del rapporto obbligazionario e protetti dalla disciplina sull'organizzazione degli obbligazionisti che – proprio in ragione di ciò – assumerebbe una valenza *precettiva*, così sottraendosi ad ogni margine di interferenza dell'autonomia negoziale delle parti.

(¹⁴¹) In particolare, G. AULETTA, *L'ordinamento delle società per azioni*, 5 ss., osservava come il problema di una disciplina imperativa delle società per azioni si sia posto «nel secolo XIX e agli inizi del XX, soprattutto in relazione alla tutela dei creditori sociali e con un'impostazione che non alterava il principio d'autonomia contrattuale, proprio di un mondo che non valutava ancora adeguatamente i problemi del potere economico». Evidenzia come, accanto al tema dei creditori sociali – che risulta indubbiamente quello maggiormente elaborato e su cui più si è soffermata l'attenzione del legislatore e degli interpreti – si ponga anche un tema di tutela dei creditori particolari del socio (stante la natura ambivalente del principio di autonomia del patrimonio sociale, idoneo a sottrarre i beni conferiti dalla disponibilità dei creditori personali degli azionisti) e del Fisco, nonché di disciplina *interna* della società, T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime*, 4 ss.

(¹⁴²) Il tema della tutela dei creditori sociali si pone, soprattutto, in relazione all'autonomia del patrimonio sociale che implica, da un lato, la possibilità di sottrarre determinati beni, conferiti alla società, alla garanzia dei creditori personali dei soci e, dall'altro lato e simmetricamente, la possibilità per i soci di sottrarre i propri beni personali alla garanzia dei creditori sociali traenti titolo dall'attività comune (principio di responsabilità c.d. limitata). In questo senso, per tutti, si vedano T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime*, 4 ss.; G. AULETTA, *L'ordinamento della società per azioni*, 5 ss., nonché, più recentemente, F. D'ALESSANDRO, «La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata». *Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. Soc.*, 2003, 38.

(¹⁴³) Al riguardo si vedano *in primis* i già ricordati lavori di Tullio Ascarelli (T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime*, 4 ss. e T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, 29 ss.), ma anche, tra gli altri, G. ROSSI – A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, I, 2003, 1 ss.; G. AULETTA,

soprattutto negli anni che hanno segnato il passaggio dal codice di commercio al codice civile del 1942, enfatizzava con estremo vigore le peculiarità proprie del contratto sociale, quale accordo destinato a disciplinare un'attività comune e capace, in deroga ai principi fondamentali dell'autonomia privata, di spiegare effetti meta-individuali. Dietro il vincolo di tipicità-inderogabilità – come è stato osservato – «c'è essenzialmente l'autonomia patrimoniale, ossia la possibilità di sottrarre certi beni, conferiti alla società, alla garanzia dei propri creditori personali e, simmetricamente, di sottrarre i propri beni personali alla garanzia dei creditori traenti titolo dall'attività comune»⁽¹⁴⁴⁾.

Si spiega così l'interesse non solo della società ma anche, e soprattutto, dei suoi creditori e del sistema capitalistico in generale affinché il diritto societario detti per la società per azioni norme unitarie e tendenzialmente inderogabili, volte ad assicurare il buon funzionamento del *tipo* sociale che senz'altro rappresenta la massima espressione del sistema, nonché la sostenibilità della relativa struttura finanziaria⁽¹⁴⁵⁾.

È in quest'ottica, scriveva Tullio Ascarelli nel 1956, che la riforma del diritto azionario attuata con l'emanazione del codice del '42 ha segnato «un irrigidimento della disciplina attraverso la moltiplicazione di norme inderogabili», una disciplina che «può un po' considerarsi come il diritto costituzionale

L'ordinamento delle società per azioni, 5 ss., F. D'ALESSANDRO, «*La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata*», 34 ss., nonché, più recentemente, il richiamato contributo di G. ROSSI, *Competizione regolamentare e contrattualizzazione*, 1 ss.

⁽¹⁴⁴⁾ F. D'ALESSANDRO, «*La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata*», 38, il quale prosegue evidenziando come, secondo l'impostazione tradizionale, «questo eccezionale rilievo *ultra partes* del contratto sociale è bilanciato da un forte tasso di imperatività-tipicità. Il potere, che di ordinario compete alle parti, di conformare secondo quanto loro meglio conviene il regolamento dei loro rapporti è qui radicalmente ridotto. E si spiega, ché le parti possono essere lasciate libere di disporre come meglio credono dei loro interessi, ma, se le regole da loro dettate sono destinate ad incidere più o meno profondamente su interessi altrui, allora è naturale che la legge intervenga a porre limiti e controlli, a tutela appunto della posizione dei terzi».

⁽¹⁴⁵⁾ In questo senso, T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime*, 3; G. AULETTA, *L'ordinamento della società per azioni*, 1-3; e v. anche L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, 251.

dell'economia attenendo alla struttura giuridica più importante e caratteristica dell'economia attuale» (¹⁴⁶).

Con specifico riguardo poi alle norme dedicate alle obbligazioni di società per azioni, lo stesso Ascarelli osservava come le stesse fossero poste non solo a tutela degli obbligazionisti, ma «innanzi tutto a tutela degli altri creditori della società e per ragioni di ordine pubblico» posto che «la possibilità di creare obbligazioni costituisce un privilegio (a favore delle società per azioni e degli altri enti all'effetto equiparati) in deroga al contrario principio generale» desumibile dall'art. 2004 cod. civ. (¹⁴⁷). In altri termini, poiché la legge ha inteso riservare alle sole società per azioni, le cui partecipazioni sociali sono incorporate in azioni collocabili presso il pubblico, il privilegio di poter provvedere al proprio finanziamento mediante titoli obbligazionari, a loro volta collocabili anch'essi presso il pubblico, deve ritenersi che le condizioni per accedere a tale privilegio siano *inderogabilmente* stabilite dalla disciplina speciale di legge, ispirata non solo alla tutela degli stessi obbligazionisti e della società, ma anche alla tutela dei terzi creditori (¹⁴⁸).

Nella prospettiva appena delineata, la dottrina italiana si è tradizionalmente orientata nel senso di riconoscere una portata tendenzialmente cogente ed imperativa alle singole norme che compongono il diritto azionario, anche in materia di obbligazioni. Così, Gian Franco Campobasso (¹⁴⁹), occupandosi a più

(¹⁴⁶) T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime*, 3.

(¹⁴⁷) T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli*, 29.

(¹⁴⁸) T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli*, 29-32. Secondo l'Autore, «[d]ato il carattere strumentale proprio sempre della società, la tutela della sua capacità si risolve sempre in una tutela dei creditori o azionisti» sicché «[l]a tutela degli altri creditori sociali cui si ispira la disciplina delle obbligazioni, innanzi tutto attraverso la determinazione della misura massima del debito obbligazionario, si risolve [...] in una limitazione della capacità sociale».

(¹⁴⁹) G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 380, il quale evidenzia altresì come la disciplina delle obbligazioni trovi fondamento «negli specifici interessi – sia interni che esterni alla struttura societaria, sia privati che pubblici – coinvolti dal finanziamento a titolo di prestito dell'attività di impresa mediante appello al pubblico risparmio e nel conseguente emergere della necessità di specifici interventi legislativi volti sia a tutelare i risparmiatori in sede di costituzione e di svolgimento del rapporto di finanziamento, sia, su di un piano più generale, ad evitare che risulti turbato per tale via il *corretto funzionamento del mercato finanziario*» (enfasi aggiunta).

riprese della materia a cavallo tra gli anni '80 e '90, rilevava come l'autonomia contrattuale dell'emittente e degli iniziali sottoscrittori del prestito in sede di redazione (da parte del primo) e di accettazione (da parte dei secondi) dei termini e delle condizioni regolatrici dell'emissione di un prestito obbligazionario dovesse ritenersi sensibilmente limitata dal modello legale, allo scopo di assicurare la *tipicità* normativa del contenuto dei titoli in circolazione sul mercato e preservare gli investitori dai rischi potenzialmente derivanti da una erronea "percezione" delle caratteristiche proprie dello strumento.

Come osservato da altra autorevole opinione ⁽¹⁵⁰⁾, ciò che ne è conseguito, nella «cultura pratica» del diritto societario sviluppatasi nella seconda metà del secolo scorso, può essere efficacemente racchiuso nel principio secondo cui in materia di società per azioni «tutto ciò che non è permesso è proibito».

Se da qui occorre partire, non può tuttavia trascurarsi quanto il diritto societario, e la disciplina delle società per azioni in particolare, sia mutato nel corso degli ultimi decenni, e quanto profonda sia stata la trasformazione del sistema capitalistico, che progressivamente ha spostato il proprio baricentro dal capitalismo di produzione al capitalismo finanziario ⁽¹⁵¹⁾. Un'evoluzione di cui il legislatore ha ben lasciato traccia nel diritto positivo, a partire dal corposo intervento di riforma del diritto societario operato nel 2003, che – nella dichiarata prospettiva di favorire la crescita e la competitività delle imprese italiane, anche agevolandone l'accesso ai mercati finanziari, interni ed internazionali – ha indubbiamente marciato dietro la bandiera dell'autonomia privata ⁽¹⁵²⁾.

⁽¹⁵⁰⁾ F. D'ALESSANDRO, «*La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata*», 38.

⁽¹⁵¹⁾ Così G. ROSSI, *Competizione regolamentare*, 3, il quale però osserva, criticamente, come il prevalere dell'economia sulla politica e sull'attività legislativa abbia via via travolto la stessa dogmatica giuridica degli ultimi decenni, trascinandola «in una dimensione nella quale manca qualsiasi efficacia (*Enforcement, Gewalt*) di un inesistente diritto globale».

⁽¹⁵²⁾ L'art. 2, rubricato "*Principi generali in materia di società di capitali*", della legge delega n. 366/2001 indicava molto chiaramente che la riforma del sistema delle società di capitali in essa prevista dovesse essere ispirata ad una serie di principi generali inequivocabilmente accomunati dall'obiettivo generale di rendere più flessibile la disciplina delle società per azioni e le relative forme organizzative e di finanziamento. Tra tali principi, meritano in questa sede di essere

Da più parti si è così osservato come la teoria generale del diritto societario abbia progressivamente ceduto il passo alle teorie economiche neolibériste. Seguendo tali teorie, che trovano il loro precursore in Ronald Coase ⁽¹⁵³⁾, la disciplina della società per azioni dovrebbe essere prevalentemente lasciata al “mercato”, e quindi all’autonomia negoziale delle parti, libere di adattare modello organizzativo e struttura finanziaria alle concrete esigenze del settore su cui la stessa andrà ad operare e dei mercati dei capitali cui intenda fare appello: la società per azioni diviene essa stessa *nexus of contracts*, così segnando il superamento del “dirigismo paternalistico” del diritto societario ⁽¹⁵⁴⁾. Nel nuovo sistema, il tasso di imperatività della disciplina societaria risulterebbe pertanto significativamente ridotto per fare spazio all’autonomia privata, al libero mercato ed alla competizione regolamentare ⁽¹⁵⁵⁾. Di contro, un maggior grado di imperatività della disciplina dovrebbe riconoscersi alle regole che governano le società quotate o a capitale diffuso tra il pubblico in misura rilevante, così da tutelare gli investitori provenienti dal risparmio diffuso (per quanto il legislatore della riforma abbia lasciato rilevanti profili di disciplina nella disponibilità dei privati anche con

ricordati quello di (a) perseguire l’obiettivo prioritario di favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali dei capitali; (b) semplificare la disciplina delle società, tenendo conto delle esigenze delle imprese e del mercato concorrenziale; (c) ampliare gli ambiti dell’autonomia statutaria, tenendo conto delle esigenze di tutela dei diversi interessi coinvolti; e (d) disciplinare forme partecipative di società in differenti tipi associativi, tenendo conto delle esigenze di tutela dei soci, dei creditori sociali e dei terzi.

⁽¹⁵³⁾ Tesi già anticipata dal noto economista in R. COASE, *the Nature of the Firm*, 386 ss., ma divenuta modello “imperante” a seguito della pubblicazione, nel 1960, del suo lavoro interamente dedicato al problema dell’internalizzazione dei costi sociali (R. COASE, *The Problem of Social Cost*, in *The Journal of Law & Economics*, III, 1960, 1-44).

⁽¹⁵⁴⁾ P. MONTALENTI, *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 143 ss., secondo cui «la riforma del diritto societario italiano riecheggia le teorie d’oltreoceano del *nexus of contracts*, che, anche da noi, sono state più volte riportate già a partire dal dibattito delle *public companies* e sulla riforma attuata dal testo unico della finanza. Nella riforma del diritto societario, dunque, l’ampia facoltà di modulare il rapporto sociale, secondo le esigenze dei soci, è un tratto sistematico innegabile». In senso conforme, si veda, seppure con maggiori accenti critici rispetto alle linee direttrici della riforma, G. ROSSI, *Competizione regolamentare*, 3.

⁽¹⁵⁵⁾ F. D’ALESSANDRO, «La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata», 39.

riguardo alle società aperte, ricercando un «equilibrio nella tutela degli interessi dei soci, dei creditori, degli investitori, dei risparmiatori e dei terzi») (¹⁵⁶).

Se questo è il *trend* legislativo ed interpretativo che caratterizza l'evoluzione della disciplina della società per azioni negli ultimi decenni, appare allora del tutto legittimo, ed anzi doveroso, interrogarsi se ed in che misura nell'attuale contesto della normativa che regola la società per azioni possano intravedersi dei vincoli di tipicità ed inderogabilità nella disciplina organizzativa degli obbligazionisti.

Il sol fatto che si tratti di disposizioni che costituiscono parte integrante del diritto azionario non è evidentemente (o almeno, non più) sufficiente per affermarne aprioristicamente l'imperatività-inderogabilità; neppure può considerarsi dirimente in tale prospettiva la circostanza che il legislatore del 1942 abbia adottato formulazioni assertive ovvero che non abbia espressamente sancito nelle disposizioni degli artt. 2415 e ss. cod. civ. la possibilità di derogarvi con apposita clausola del regolamento di emissione (¹⁵⁷) (scelta operata, invece, da altri

(¹⁵⁶) Cfr. articolo 4, comma 1, della legge delega n. 366/2001. Secondo F. D'ALESSANDRO, «*La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata*», 39, si potrebbe dire che l'autonomia privata la faccia "da padrona" nelle società chiuse, mentre una certa dose di norme imperative sarebbe per contro prevista là dove occorra tutelare il risparmio diffuso, e quindi nelle società aperte. In senso conforme, si vedano anche G. ROSSI – A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole*, 27 ss.; P. MONTALENTI, *Società per azioni, corporate governance*, 14 ss.

(¹⁵⁷) Va peraltro osservato come le disposizioni degli artt. 2415 ss. cod. civ. siano "a monte" disapplicate per espressa disposizione di legge con riguardo alle obbligazioni emesse da parte di soggetti riconducibili a particolari settori dell'ordinamento.

È questo anzitutto il caso delle obbligazioni semplici (non convertibili) emesse da società bancarie ai sensi dell'art. 12 tub, con riguardo alle quali il legislatore speciale ha espressamente escluso l'applicazione di pressoché tutte le disposizioni dettate dal codice civile con riguardo alle obbligazioni di società per azioni, ivi comprese quelle relative all'organizzazione degli obbligazionisti e oggetto del presente lavoro (in argomento, cfr. G. FAUCEGLIA, *Le obbligazioni emesse dalle banche*, in *Quaderni giur. comm.*, Milano, 2000, 160 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *L'emissione di obbligazioni bancarie*, in *BBTC*, 1994, I, 472 ss.; D. GALLETTI, «*Elasticità*» della *fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *BBTC*, 1997, I, 239 ss.; P. G. MARCHETTI, *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *BBTC*, 1994, I, 486 ss.).

L'art. 12, comma 3, tub potrebbe *prima facie* fornire un argomento, di ordine sistematico, a favore della natura imperativa e della conseguente indisponibilità delle disposizioni di cui agli artt. 2415 ss. cod. civ.. Più precisamente, una lettura *a contrario* della norma potrebbe indurre a sostenere che, là dove il legislatore *non* ne abbia espressamente sancito la disapplicazione (diversamente da quanto fatto, ad esempio, nel settore bancario), la disciplina organizzativa in esame debba *necessariamente* trovare applicazione e non siano ammissibili pattuizioni in deroga.

In verità non pare possibile attribuire all'art. 12 tub un significato di tale portata sistematica. Va osservato che, tralasciando la particolare fattispecie delle obbligazioni convertibili in azioni della

banca emittente (che risulta interamente affidata alla disciplina di diritto comune, con la sola esenzione dell'art. 2410 cod. civ. – in argomento, cfr. G. FAUCEGLIA, *Le obbligazioni emesse dalle banche*, 167 ss.), le obbligazioni bancarie semplici sono assoggettate ad una disciplina *speciale* ispirata a ragioni del tutto eterogenee rispetto a quelle che costituiscono il fondamento della disciplina delle obbligazioni emesse da società per azioni non bancarie e le diversità tra le due discipline (art. 12 tub, da un lato, e artt. 2410 e ss. cod. civ., dall'altro lato) sono talmente radicali da escludere che le prime possano meramente considerarsi una *species* del più ampio *genus* obbligazionario previsto dal codice civile. Come è stato osservato, «sarebbe invece da affermare la sussunzione sia delle prime che dei titoli previsti dagli artt. 2410 ss. c.c. in un concetto ancor più in generale» (cfr. D. GALLETI, *“Elasticità” della fattispecie obbligazionaria*, 248-249), ossia nel più ampio concetto di “fattispecie obbligazionaria” comprensiva di tutti i «titoli di credito di massa, rappresentativi di posizioni di prestito collettivo verso la società emittente» (cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 497).

In particolare, l'obbligazione bancaria è disciplinata dal legislatore speciale non già quale canale “privilegiato” di accesso alla provvista finanziaria necessaria per lo svolgimento dell'attività d'impresa della banca emittente, ma piuttosto quale modalità di «raccolta del risparmio tra il pubblico» e quindi come *forma* di esercizio di una delle due “gambe” di attività che, insieme, danno luogo all'*attività bancaria*, così come definita dall'art. 10 tub. È proprio in quanto momento di svolgimento dell'*attività tipica ed ordinaria* della società bancaria che la competenza a decidere l'emissione di obbligazioni bancarie è stata attribuita dall'art. 12 tub – sin dalla sua entrata in vigore nel 1993, e dunque ben prima che la competenza organica di cui all'art. 2410 cod. civ. venisse riformulata in senso analogo con la novella del 2003 – all'organo amministrativo della banca emittente (cfr., sul punto, P. G. MARCHETTI, *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *BBTC*, 1994, I, 486, il quale evidenzia che «nella banca, l'obbligazione è momento di esercizio dell'attività caratteristica stessa; costituisce infatti una forma tecnica di quella raccolta del risparmio fra il pubblico che rappresenta, appunto, per definizione, parte dell'attività di impresa tipica della banca»; e v. anche D. GALLETI, *“Elasticità” della fattispecie obbligazionaria*, 241). Ed è sempre da questo angolo visuale che si giustifica l'ampio spettro di competenze regolamentari attribuite dal legislatore primario all'Autorità di vigilanza. La regolamentazione della Banca d'Italia (*Circolare n. 229 del 21 aprile 1999 – “Istruzioni di Vigilanza per le banche”*, Titolo V, Capitolo 3, Sezione 2) fissa persino caratteristiche di rendimento, modalità di rimborso e durata *minima* delle obbligazioni bancarie, operando una netta e chiara distinzione e tipizzazione di tale forma di raccolta del risparmio (a medio e lungo termine) rispetto alle altre forme di raccolta consentite e in particolare rispetto alla raccolta a breve e medio termine, effettuata tramite certificati di deposito e buoni fruttiferi, rendendo i contenuti economici fondamentali del rapporto obbligazionario meno “flessibili” rispetto a quelli propri delle obbligazioni emesse ai sensi del codice civile (che – come è noto – non pone alcun vincolo in termini di durata del prestito).

Ma soprattutto, per quanto più di interesse in questa sede, è la diversa *funzione* che l'obbligazione bancaria assolve, rispetto alle obbligazioni emesse da società di diritto comune, a giustificare la disapplicazione “a monte” e per volontà *espressa* del legislatore delle norme organizzative di cui al codice civile, e ciò a prescindere da quali siano i loro margini di derogabilità nell'ambito delle emissioni realizzate da società *non* bancarie ex art. 2410 ss. cod. civ. Ed infatti, se si pensa alla finalità di agevolare l'interlocuzione tra emittente ed obbligazionisti e l'aggiornamento e modifica delle originarie *condizioni* del prestito, la stessa confliggerebbe – nel caso delle emissioni bancarie – con la “rigidità” delle sopra richiamate Istruzioni della Banca d'Italia in merito alle principali condizioni economiche delle obbligazioni offerte dalla banca al proprio cliente-risparmiatore (in questo senso, cfr. G. FAUCEGLIA, *Le obbligazioni emesse dalle banche*, 164, secondo cui «mentre l'obbligazionista di società è soggetto a “rinnovo” possibile delle condizioni di prestito, la prestazione assunta “verso il pubblico” dall'impresa bancaria, che raccoglie risparmio per il tramite di obbligazioni, rimane sostanzialmente caratterizzata dalla “rigidità” e dalla sostanziale immodificabilità»). Dall'altro lato, se si volge lo sguardo alla seconda, concorrente, finalità comunemente attribuita alla disciplina organizzativa (ossia quella di offrire agli obbligazionisti una forma di tutela *collettiva*, e quindi più efficace, dei propri comuni interessi), bisogna rilevare

come le ragioni dei risparmiatori trovino qui tutela nei vincoli funzionali dell'attività dell'emittente e nell'assoggettamento delle banche a vigilanza prudenziale, e pertanto in una serie di "paletti" regolamentari che rendono «superflue le cautele sostanziali e procedurali al riguardo fissate dal codice civile» (così, G. F. CAMPOBASSO, *L'emissione di obbligazioni bancarie*, 474; G. FAUCEGLIA, *Le obbligazioni emesse dalle banche*, 162 ss.; D. GALLETTI, *"Elasticità" della fattispecie obbligazionaria*, 246 ss.). Naturalmente, il fatto che si tratti di obbligazioni bancarie e quindi, sul piano *tipologico*, di titoli di credito *di massa*, che – come precisano le stesse Istruzioni di Vigilanza sopra richiamate – costituiscono «frazioni uguali di un prestito unitario, fungibili tra di loro» (ciò che vale a distinguerle dai titoli di credito *individuali*, quali i certificati di deposito), impone alla banca di dover ricercare il consenso di *ciascun obbligazionista* per potere apportare modificazioni al prestito. Anche tale risultato appare tuttavia coerente con il concetto "normativo" di obbligazione bancaria delineato dall'art. 12 tub e dalle relative disposizioni attuative, quale titolo di credito *di massa* dai contenuti prestabiliti in maniera tendenzialmente "rigida", ferma restando la possibilità per la banca emittente di avvalersi della facoltà di modifica *unilaterale* delle condizioni di emissione del prestito laddove ricorra un «giustificato motivo», nei termini e alle condizioni di cui all'art. 118 tub (in maniera del tutto condivisibile, afferma l'applicabilità di tale norma anche al rapporto derivante dalla sottoscrizione o acquisto di obbligazioni bancarie, D. GALLETTI, *"Elasticità" della fattispecie*, 247).

Il terreno d'azione della disciplina bancaria è quindi assai diverso da quello in cui opera la disciplina codicistica delle obbligazioni emesse da società per azioni e la circostanza che la tecnica legislativa perseguita dal legislatore speciale nel fissare chiaramente tutte le caratteristiche di tale specifica forma di raccolta del risparmio sia stata, *in parte qua*, quella di dettare una disciplina *per relationem*, ossia escludendo – anche solo a scopo di chiarezza – l'applicazione delle disposizioni codicistiche, non implica che il legislatore (speciale) abbia operato un giudizio di "merito" sulla portata, dispositiva oppure inderogabile, che tali disposizioni assumono nel diverso contesto in cui operano le società per azioni di diritto comune. Allo stesso modo, il fatto che il legislatore abbia escluso l'applicazione (automatica) delle norme sull'organizzazione degli obbligazionisti non preclude di per sé la possibilità per la banca emittente di proporre ai propri risparmiatori una applicazione convenzionale delle stesse, mediante inserimento nel regolamento di emissione di una clausola di "*opt-in*" che richiami e renda espressamente applicabili ad una specifica emissione il regime organizzativo di cui agli artt. 1415 ss. cod. civ. Ed anzi, a favore di tali margini di autonomia contrattuale sembrerebbe deporre – seppure con riferimento ad uno specifico segmento delle emissioni bancarie – la prassi sviluppatasi con riguardo alle obbligazioni bancarie garantite (cc.dd. *covered bond*) emesse dalle principali banche italiane ai sensi dell'art. 7-bis della legge n. 130 del 30 aprile 1999, i cui programmi di emissione tipicamente prevedono, tra le condizioni regolatrici di ciascuna serie di obbligazioni emessa a valere sul programma, un articolato regime organizzativo (di natura *puramente* contrattuale) in linea con lo *standard* di riferimento diffusosi nel mercato degli *eurobond* (cfr. MEDIOBANCA – BANCA DI CREDITO FINANZIARIO S.p.A., *Euro 5,000,000,000 Covered Bond Programme unconditionally and irrevocably guaranteed as to payments of interest and principal by Mediobanca Covered Bond S.r.l., Base prospectus dated October 26, 2015*, Section "*Rules of Organisation of the Bondholders*"; UNICREDIT S.p.A., *€ 35,000,000,000 Obbligazioni Bancarie Garantite Programme Guaranteed by UniCredit BpC Mortgage S.r.l., Base prospectus dated 21 May 2015*, Section "*Rules of Organisation of the OBG Holders*"; INTESA SANPAOLO S.p.A., *€20,000,000,000 Covered Bond (Obbligazioni Bancarie Garantite) Programme unsecured and unconditionally and irrevocably guaranteed as to payments of interest and principal by ISP CB Ipotecario S.r.l., Base Prospectus dated 23 December 2016*, Section "*Rules of Organisation of Covered Bondholders*"). Se si considera legittima la scelta della banca di proporre uno schema organizzativo interamente convenzionale, quale quello di origine anglosassone adottato nelle emissioni di *covered bond*, dovrebbe parimenti ritenersi lecita la volontaria applicazione del regime organizzativo italiano di cui agli artt. 2415 ss. cod. civ.

Più di recente, il regime organizzativo degli artt. 2415-2420 cod. civ. è stato nuovamente disapplicato dal legislatore con riguardo alle peculiare fattispecie di emissioni obbligazionarie realizzate da SPV (*special purpose vehicle*) costituiti in forma di S.p.A., comunemente nota con la denominazione di *project bond* e da ultimo espressamente disciplinata – con previsioni di natura

ordinamenti europei, come più oltre si vedrà in maggior dettaglio): un simile approccio metodologico parrebbe infatti del tutto anacronistico rispetto alla tendenza alla contrattualizzazione del diritto societario prima ricordata, tendenza che porta a rivedere, *rectius* “capovolgere” ⁽¹⁵⁸⁾, il principio secondo cui «tutto ciò che non è permesso è proibito».

3.1 *La disciplina organizzativa nella prospettiva dell'emittente e del sistema capitalistico.*

Muovendo dalle preliminari considerazioni appena svolte, si propone ora di entrare nel merito della questione proposta focalizzando l'attenzione sulla portata dei diversi interessi sottesi alla disciplina. Come già si è ricordato nel precedente Capitolo I ⁽¹⁵⁹⁾, le opinioni espresse al riguardo dagli interpreti convergono nel ritenere che, con le norme sull'organizzazione degli obbligazionisti, il legislatore

essenzialmente tributaria – dall'art. 1 del d.l. n. 83/2012 convertito in legge 7 agosto 2013, n. 134. Tale disciplina mira ad agevolare ed incentivare la diffusione e lo sviluppo dello strumento, quale fonte di approvvigionamento finanziario per la realizzazione di progetti infrastrutturali e servizi di utilità pubblica da parte di società di progetto (SPV). Anche in questo caso, il particolare contesto “normativo” nel quale lo strumento obbligazionario è utilizzato dal legislatore giustifica la totale disapplicazione delle norme organizzative di cui al codice civile, tenuto conto del fatto che gli interlocutori della società di progetto (*id est*, i potenziali sottoscrittori del prestito) sono tipicamente ben consapevoli delle caratteristiche proprie e dell'emissione, e del progetto finanziato. Si tratta peraltro di strumenti che – per beneficiare delle agevolazioni fiscali previste dalla legge – possono essere sottoscritti solo da *investitori qualificati* (individuati secondo gli artt. 34-ter e 34-quater del Regolamento Consob n. 11971/1999) e – secondo la prassi sviluppatasi in relazione a tale tipologia di strumenti già prima dell'entrata in vigore del richiamato decreto – ogni modifica del progetto originariamente condiviso ovvero dei titoli emessi deve necessariamente essere concordata con tali soggetti secondo le regole organizzative pattuite *ab origine* in sede di emissione e sottoscrizione dei *bond* (cfr. A. BOMPIANI – E. CATELANI, *Project bond & commercial paper. Obbligazioni garantite, subordinate, partecipative e cambiali finanziarie alla ricerca di investitori qualificati*, Milano, 2012, 27-30).

Si osservi, da ultimo, che, se da un lato i casi di disapplicazione espressa delle norme organizzative appena ricordati nulla dicono circa la natura disponibile ovvero imperativa di tali norme rispetto alle emissioni obbligazionarie di diritto comune, dall'altro lato la circostanza che l'ordinamento conosca strumenti che, pur qualificandosi come “obbligazioni” e pur appartenendo al medesimo *genus* tipologico delle obbligazioni *ex art.* 2410 ss. cod. civ., difettino del modello legale organizzativo previsto dalla disciplina codicistica parrebbe da un punto di vista sistematico avallare ulteriormente la tesi secondo cui l'organizzazione del gruppo *non* costituisca – come meglio si dirà nel successivo § 4 – un elemento tipologico *indefettibile* del prestito obbligazionario.

⁽¹⁵⁸⁾ Così, G. ROSSI – A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole*, 5.

⁽¹⁵⁹⁾ Si veda in particolare il § 1 del precedente Capitolo I.

abbia inteso fronteggiare più istanze di tutela. In particolare, il modello organizzativo di cui agli artt. 2415 e ss. cod. civ. contempererebbe, tracciandone una linea di equilibrio ⁽¹⁶⁰⁾, interessi propri della società emittente (*in primis*, l'interesse a potere interloquire più agevolmente con i propri obbligazionisti) e interessi propri degli stessi obbligazionisti (primo tra tutti quello ad essere dotati di una forma di tutela collettiva ed organizzata dei propri *comuni interessi* nei confronti della società emittente) ⁽¹⁶¹⁾.

Il punto cruciale della questione è però se si tratti di interessi particolari e disponibili in capo ai *soggetti* del rapporto obbligazionario (emittente ed obbligazionisti) ovvero generali o comunque meta-individuali e dunque sottratti all'autonomia negoziale delle parti.

Partendo dall'interesse proprio della società, ravvisabile come detto nella disponibilità di un modello organizzativo che concretamente le consenta di instaurare e condurre un dialogo con la propria controparte (marcatamente plurisoggettiva) in relazione alle vicende del credito, occorre capire se la stessa sia libera o meno di rinunciare al regime organizzativo di legge od anche solo di modificarne uno o più aspetti di disciplina in sede di predisposizione ed approvazione del regolamento di emissione.

Le fattispecie e le esigenze che in concreto potrebbero giustificare una siffatta scelta possono essere di varia natura. Nelle emissioni destinate al mercato degli

⁽¹⁶⁰⁾ In questo senso, si vedano, tra gli altri, G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 488; ID., *Gli strumenti di finanziamento: le obbligazioni*, 243; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 200; R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, 48-50; A. DE VITA, *La disciplina delle obbligazioni*, 357; L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, 205. *Contra*, argomentando che la disciplina organizzativa ha di fatto consentito all'emittente di ottenere più agevolmente da un'assemblea deliberante a maggioranza ciò che le sarebbe, altrimenti, più difficile ottenere da ciascun singolo obbligazionista, F. GALGANO, *La società per azioni*, 403; G. CABRAS, *Le opposizioni dei creditori*, 173 ss.; T. ASCARELLI, *Azioni di diritto comune e diritti individuali*, 12 ss.; A. FORMIGGINI, *Diritti individuali degli azionisti*, 115 ss. E per maggiori dettagli sui termini del dibattito dottrinale, si veda la precedente nota 10.

⁽¹⁶¹⁾ La scelta di istituire un organo collegiale nel quale la volontà dei singoli sia assoggettata alla volontà della maggioranza risponderebbe in questa prospettiva all'esigenza di «rendere possibile la difesa (comune) degli obbligazionisti che richiede una unità di azione e molto spesso anche una rapidità di decisione che probabilmente non si raggiungerebbe se si dovesse attendere l'azione dei singoli interessati» (G. FRÈ, *Società per azioni*, 609; conf. S. PESCATORE, *Il rappresentante comune*, 111 ss.; M. SARALE, *Le società per azioni. Obbligazioni*, 360).

eurobond, come già ricordato, il modello di riferimento è quello inglese, che vede l'attribuzione di ampi e variegati poteri rappresentativi in capo al *trustee* e il *bondholders' meeting* capace di decidere, a maggioranza, sulle materie più disparate, ivi compresa la riduzione o totale soppressione dei diritti di credito vantati dai portatori dei titoli. In quest'ottica, l'emittente italiano potrebbe avvertire l'esigenza di ampliare le competenze dell'assemblea rispetto al modello di legge, di sostituire il meccanismo di deliberazione collegiale con un meccanismo di consultazione più agile e flessibile sulla falsariga della c.d. *written resolution* di derivazione inglese oppure ancora di sostituire la figura del rappresentante comune con quella del *trustee* ⁽¹⁶²⁾, nominato secondo lo schema di origine anglo-americana. Di contro, potrebbe porsi l'esigenza di "semplificare" il regime organizzativo di cui agli artt. 2415 ss. cod. civ. o di escludere del tutto le forme di tutela *collettiva* ivi previste per rimettere ogni decisione al consenso individuale degli obbligazionisti laddove, ad esempio, si tratti di un'emissione destinata ad un *pool* ristretto di investitori istituzionali e non si pongano i temi di tendenziale "dispersione" della controparte plurisoggettiva che, come già rilevato, costituiscono la principale ragion d'essere della disciplina in discorso.

In tutti questi casi, vi è da chiedersi se e quali ragioni di tutela possano limitare la libertà di azione della società emittente, vincolandola al modello di legge.

Se si esalta la volontà del legislatore di "assicurare" alla società per azioni il buon funzionamento della relativa struttura finanziaria, quando la stessa decida di rivolgersi al mercato dei capitali con vincolo di credito e di esporsi nei confronti di un pubblico indistinto di investitori, può allora argomentarsi che

⁽¹⁶²⁾ Le emissioni obbligazionarie realizzate in Inghilterra si caratterizzano, come già in precedenza accennato, per la presenza di un *trustee*, ossia di un soggetto professionale che viene incaricato dalla stessa società emittente ai sensi di un contratto (*deed of trust*) con quest'ultima stipulato al fine di porre in essere una serie di attività a beneficio e nell'interesse dei sottoscrittori e portatori *pro tempore* dei *bond* emessi (v. in proposito, P. WOOD, *Law and Practice of International Finance*, 179 ss.; Id., *International Loans, Bonds*, 164 ss.; R. BURGESS, *Corporate Finance Law*, 271 ss.). Nella giurisdizione inglese, si tratta di un rapporto di natura puramente contrattuale, ma analogo schema è diffuso negli Stati Uniti ed è addirittura imposto dallo stesso legislatore federale con riguardo alle offerte pubbliche interstatali sottoposte alla giurisdizione del TIA. Sui principali requisiti e doveri del *trustee*, si rinvia alla precedente nota 115. Sull'argomento si tornerà nel successivo § 3.4 del presente Capitolo II.

l'organizzazione degli obbligazionisti abbia uno scopo che va al di là dell'interesse *particolare* della società volta per volta interessata per abbracciare anche interessi di terzi. Si tratterebbe, in questa prospettiva, dell'interesse di carattere *generale* al buon funzionamento della società azionaria, nel momento in cui si rivolga al mercato dei capitali (anche solo del capitale di credito ⁽¹⁶³⁾) in misura rilevante. Più in concreto, ogniqualvolta una società per azioni decida di avvalersi della facoltà di emettere e collocare sul mercato obbligazioni, sussisterebbe un interesse meta-individuale, "di sistema", affinché ne sia assicurata la capacità di interloquire nel tempo con la propria controparte finanziaria, di regola mutevole lungo la vita dell'operazione e frammentata in un numero significativo e potenzialmente indefinito di investitori: da qui la necessità

⁽¹⁶³⁾ Da questo punto di vista, infatti, il tema della tutela del buon funzionamento della società per azioni si porrebbe indistintamente per le società che ricorrano al mercato del capitale di rischio e per le società chiuse (sotto il profilo dell'azionariato) per il sol fatto che il prestito obbligazionario sia – esso stesso – stato oggetto di quotazione ovvero di diffusione in misura rilevante.

Si ricordi, in proposito, che – a seguito di taluni interventi normativi d'urgenza recentemente varati dal Governo allo scopo di incentivare ed agevolare l'accesso di imprese italiane ai mercati dei capitali di debito (il riferimento corre, in particolare, al d.l. 22 giugno 2012, n. 83, poi convertito con modifiche sostanziali in l. 7 agosto 2012, n. 134 e ulteriormente modificato con il d.l. correttivo 18 ottobre 2012, n. 179, a sua volta convertito in l. 17 dicembre 2012, n. 221) – *anche* società *non* quotate possono oggi, a determinate condizioni, quotare e collocare sui mercati, domestici e internazionali, obbligazioni e titoli di debito (cc. dd. *mini-bond*). Pertanto, ben possono ricorrere ipotesi in cui la diffusione sul mercato non attenga le azioni, ma solo le obbligazioni, di una società, come pure ipotesi in cui siano diffuse in misura rilevante solo le azioni e non anche le obbligazioni.

Ciò che però rileva, nell'ottica dell'interesse generale qui ipotizzato, è che – *a prescindere* dalla quotazione della società – le obbligazioni dalla stessa emesse siano o meno diffuse in misura rilevante. Il parametro di diffusione andrebbe, in questa prospettiva, ricostruito alla luce della più ampia nozione di "strumenti diffusi tra il pubblico" di cui all'art. 116 Tuf e della disposizioni attuative di cui al Regolamento emittenti (Deliberazione Consob 14 maggio 1999, n. 11971, come successivamente modificata). Su tale nozione, cfr. P. MONTALENTI, *Sub art. 2325-bis*, in *Il nuovo diritto societario*, commentario diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004, 34 ss.; M. RIGOTTI, *Informativa societaria*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 1999, II, 615 ss.; R. COSTI – L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Padova, 2004, 220 ss.

Coerentemente con quanto sin qui osservato, del tutto condivisibile appare, sul piano metodologico, la ricostruzione proposta da G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 74 ss., circa l'esatta portata del rinvio operato dall'art. 2415, comma 3, cod. civ. rispetto alle disposizioni relative all'assemblea straordinaria dei soci: un rinvio che – secondo l'Autrice – deve intendersi riferito alle regole di funzionamento dell'assemblea straordinaria di società aperte, nel caso di prestiti quotati o diffusi in misura rilevante, e a quelle proprie di società chiuse, in ipotesi di prestiti obbligazionari oggetto di *private placement*, indipendentemente dalle caratteristiche di diffusione dell'azionariato.

che il gruppo degli obbligazionisti sia organizzato *ex lege* e, per converso, che la società emittente sia dotata di quegli strumenti *necessari* (e, proprio per questo, alla stessa *indisponibili*) per instaurare un dialogo con il “gruppo organizzato”, piuttosto che con ciascuno di essi (¹⁶⁴).

Seguendo tale linea di pensiero, non potrebbe in particolare ritenersi legittimo l’inserimento di clausole nel regolamento di emissione che, deviando dal modello delineato dal legislatore, abbiano l’effetto di limitare la capacità dell’emittente di gestire nel tempo l’operazione (¹⁶⁵), rendendone più difficile l’interlocuzione con gli obbligazionisti ovvero rimettendo all’unanimità o al consenso individuale di essi l’approvazione di modifiche del prestito che si rendano necessarie od opportune alla luce delle mutate circostanze economico-finanziarie della società o del settore in cui la stessa operi (¹⁶⁶).

Una simile impostazione deve però essere qui respinta. Va, anzitutto, osservato che la disciplina degli artt. 2415 ss. cod. civ. – come attualmente formulata dal nostro legislatore – trova indistintamente applicazione a tutte le emissioni realizzate da società per azioni, a prescindere dalla circostanza che il prestito sia collocato presso una cerchia ristretta di investitori ovvero sia oggetto di quotazione o comunque di diffusione in misura rilevante. Se la preoccupazione di proteggere la società dalla dispersione dei propri creditori sul mercato fosse stata

(¹⁶⁴) In questo senso, cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 200 ss., il quale ricorda come le diverse forme di organizzazione legale degli obbligazionisti conosciute dai principali ordinamenti nel corso degli anni abbiano costantemente trovato la loro principale ragion d’essere nell’esigenza di «mettere l’emittente nella condizione di poter concretamente rivolgersi ad un soggetto che rappresenti gli obbligazionisti, al fine di poter concludere accordi modificativi delle originarie condizioni del debito obbligazionario».

(¹⁶⁵) Ed infatti, secondo la ricostruzione proposta da D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 41-42, la disciplina organizzativa in discorso «è certamente imperativa nel senso che non è possibile ridurne la sfera di applicazione o addirittura sopprimerla», per quanto sia invece possibile per le parti *integrare* il tipo legale, «inserendo sul suo tronco istituti e modalità che nella disciplina legislativa non hanno trovato posto per la sua necessaria brevità e che non contraddicono ai suoi aspetti imperativi».

(¹⁶⁶) Diversamente, invece, secondo N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari*, 104 – 105, «[n]el vigore dell’art. 2415 c.c., il regolamento di emissione potrebbe individuare a priori taluni aspetti che non possono essere modificati dall’assemblea. Di fatto, tale opzione si sostanzia in una limitazione dell’agire della società e in un potere cui questa può senz’altro rinunciare».

così stringente, di essa dovrebbe esserci una minima traccia almeno in sede di individuazione del perimetro applicativo della disciplina o del suo livello di coerenza, operando un minimo distinguo tra emissioni “chiuse” ed emissioni “aperte” (come ad esempio è stato fatto dal legislatore italiano con riguardo alla disciplina dell’assemblea degli azionisti).

Ma soprattutto, un così spiccato collegamento tra l’organizzazione degli obbligazionisti e l’efficienza o la sostenibilità della struttura finanziaria della società per azioni potrebbe spiegarsi solo qualora si attribuisse all’assemblea quel ruolo primario, quasi “egemonico” ⁽¹⁶⁷⁾, che le consenta di approvare *ogni* modifica, ancorché *strutturale* e *sostanziale*, delle originarie condizioni del prestito che possa essere proposta dall’emittente lungo la vita dell’operazione. Tuttavia, ad esito della ricostruzione svolta nelle precedenti pagine del presente lavoro, si è ritenuto di escludere che l’assemblea sia *ex lege* dotata di poteri così estesi. Si è infatti già argomentato come la presenza di situazioni di difficoltà, o di vera e propria *crisi*, finanziaria dell’emittente non elargisca, di per sé, all’assemblea degli obbligazionisti il potere di deliberare su modifiche *peggiorative* delle originarie condizioni del prestito, o almeno *non* quando le stesse riguardino i fondamentali diritti di pagamento degli obbligazionisti (con particolare riguardo al diritto al rimborso della somma prestata) ed il sacrificio delle loro prerogative sia richiesto al di fuori di una procedura di soluzione concordata della crisi.

Partendo da tale premessa parrebbe eccessivo sostenere che le deroghe al regime organizzativo sopra ipotizzate possano deteriorare le garanzie di buon

⁽¹⁶⁷⁾ Tra gli autori che propendono per un’interpretazione estensiva delle competenze dell’assemblea degli obbligazionisti, affermando che la stessa possa modificare anche profili strutturali e sostanziali del prestito obbligazionario, purché nel perseguimento dell’interesse comune, si vedano G. FERRI, *Le società*, 509; S. PESCATORE, *Il rappresentante comune*, 129; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1971, 38; R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, 44 e ss.; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1978, 191; ID., *Società per azioni. Tomo IV. Delle obbligazioni*, 151 ss.; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 227 ss.; N. DE LUCA – A. STAGNO D’ALCONTRES, voce *Obbligazioni di società*, 835. Si tratta tuttavia di un orientamento che, seppure non trascurabile e autorevolmente sostenuto, si è ritenuto di non poter condividere per le ragioni ed i rilievi critici già sviluppati nel paragrafo 3.1 del Capitolo I, cui sia consentito rinviare.

funzionamento della struttura finanziaria dell'emittente. Una preoccupazione di questo tipo può semmai porsi nel contesto di una formale procedura di concordato, là dove entrano in gioco (anche) altri interessi riconducibili a settori diversi dell'ordinamento e le competenze dell'assemblea degli obbligazionisti assumono una valenza diversa, potendo quest'ultima approvare proposte di concordato, *ex art.* 2415, comma 1, n. 3, che alternino anche marcatamente i diritti di credito degli obbligazionisti. In questa prospettiva, che sarà più ampiamente sviluppata nel prosieguo ⁽¹⁶⁸⁾, l'esercizio interpretativo deve allora essere diretto ad individuare quelle previsioni che – all'interno della disciplina di cui agli artt. 2415 e ss. cod. civ. – fungano da raccordo tra gli obbligazionisti e le procedure concorsuali e in quanto tali coinvolgano anche gli interessi dei terzi, a tutela dei quali le norme fallimentari tipicamente sono poste. È solo quando subentrano le procedure concorsuali che, in quest'ottica, si pone il tema di armonizzare l'autonomia delle parti con i sovraordinati interessi che la disciplina di tali procedure mira a proteggere ⁽¹⁶⁹⁾. E del resto è *soltanto* nell'ambito di tali procedure, e con il conforto delle specifiche tutele ivi previste a favore del ceto creditorio, che – come già argomentato – all'emittente è data la facoltà di avvalersi con maggiore incisività del principio maggioritario per ottenere il consenso dei propri creditori rispetto alle relative proposte di soluzione della crisi.

3.2 *La disciplina organizzativa nella prospettiva degli obbligazionisti: inderogabilità "di protezione"?*

Come già in precedenza osservato ⁽¹⁷⁰⁾, la disciplina di cui agli artt. 2415-2420 cod. civ. è posta *anche* nell'interesse degli obbligazionisti: dotandoli di

⁽¹⁶⁸⁾ Si veda il successivo § 4 del presente Capitolo II.

⁽¹⁶⁹⁾ In senso conforme, cfr. L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, 253-255.

⁽¹⁷⁰⁾ Si rinvia, in particolare, alle considerazioni svolte nel § 2 del precedente Capitolo I con riguardo ai plurimi e sovente confliggenti interessi sottesi alla disciplina in esame.

un'organizzazione di gruppo e di appositi organi rappresentativi, il legislatore avrebbe inteso potenziare la loro posizione *vis-à-vis* la società emittente ⁽¹⁷¹⁾, agevolandone il confronto, il coordinamento e la possibilità di assumere decisioni vincolanti per tutti i portatori e in tal modo salvaguardando il gruppo (o perlomeno gli obbligazionisti di maggioranza) dall'eventuale inerzia, disinteressamento o persino opportunismo dei singoli componenti ⁽¹⁷²⁾ in funzione del miglior perseguimento dell'*interesse comune*.

⁽¹⁷¹⁾ In particolare, il legislatore avrebbe preso atto della situazione di tendenziale debolezza dei portatori dei titoli nella gestione dei rapporti con l'emittente, tipicamente dovuta alla dispersione e al numero potenzialmente indeterminato dei componenti del gruppo obbligazionario, che di fatto impediscono l'assunzione di decisioni coordinate e condivise lungo la vita del prestito a tutela dei loro comuni interessi (Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 488; ID., *Gli strumenti di finanziamento*, 243; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 27 ss.; A. DE VITA, *La disciplina delle obbligazioni*, 357; L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, 205).

⁽¹⁷²⁾ Si è osservato, in particolare, che la situazione di comunanza di interessi che viene a crearsi tra i portatori di titoli oggetto della medesima operazione di prestito obbligazionario è tale da giustificare non solo una tutela in forma collettiva degli interessi medesimi, ma anche che gli obbligazionisti di maggioranza non possano essere impediti in tale tutela dagli obbligazionisti di minoranza per via dell'eventuale disinteresse di questi ultimi rispetto alle vicende della società emittente, né possa essere esposta a comportamenti opportunistici o di tipo *free rider* degli obbligazionisti di minoranza (in questo senso, cfr. L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, 206 ss.). Ciò è vero soprattutto laddove le mutate condizioni dell'emittente impongano o comunque suggeriscano, per evitare un aggravio delle stesse e conseguenze maggiormente pregiudizievoli per le ragioni di credito degli obbligazionisti, una revisione di taluni termini accessori del prestito (ad esempio, una dilazione dei termini di pagamento che consenta di superare una temporanea situazione di carenza di liquidità o di crisi finanziaria dell'emittente): in tali casi, infatti, da un lato, il dissenso della minoranza, qualora non operasse il principio maggioritario, potrebbe vanificare l'accordo raggiunto tra l'emittente e gli obbligazionisti di maggioranza; dall'altro lato, tendenzialmente questi ultimi non saranno disposti a derogare o modificare i termini iniziali del rapporto se il sacrificio da loro accettato non è condiviso tra tutti i creditori nella medesima posizione. Peraltro, il dissenso o l'inerzia della minoranza avrebbe un impatto ancor più dirompente laddove si ritenesse (ma il punto è a tutt'oggi controverso) che – in ragione del loro carattere seriale e di massa – i titoli obbligazionari non conferiscano al relativo portatore il diritto di modificarne il contenuto e le condizioni, per effetto di accordi raggiunti con l'emittente su base bilaterale e senza il coinvolgimento dell'intero gruppo obbligazionario (in questo senso, cfr. S. PESCATORE, *Il rappresentante comune*, 132; diversamente, D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 37 esclude la validità di tali accordi ogni qualvolta la modifica individuale aggravi la posizione della società debitrice, mentre, ove si tratti di modificazioni in *peius* per la posizione dell'obbligazionista, il singolo potrà concordarle direttamente con la società, fermo restando che gli effetti della modifica saranno destinati a cadere qualora intervenga una diversa delibera assembleare, almeno nei limiti in cui dalla modifica possa derivare pregiudizio per l'interesse comune alla luce del combinato disposto degli artt. 2415 e 2419 cod. civ.; più liberale sembra invece la posizione di G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 521, con la precisazione che, ove siano modificati bilateralmente aspetti del regolamento del prestito caratterizzanti quella data emissione, il creditore con cui è intervenuta la modifica cesserà di far parte del gruppo degli obbligazionisti cui originariamente apparteneva).

In tale contesto, fermi restando i limiti delle materie di competenza assembleare di cui già si è detto (con specifico riferimento ai tratti tipizzanti della fattispecie obbligazionaria), il ricorso all'assemblea e al principio maggioritario rappresenta la modalità più idonea per proteggere tali interessi e si giustifica per la eguaglianza delle posizioni giuridiche individuali di ciascun obbligazionista nei confronti dell'emittente.

In questo senso, come è stato osservato ⁽¹⁷³⁾, la disciplina relativa all'organizzazione degli obbligazionisti attesta la "rilevanza sociale" dei privati interessi di cui questi ultimi sono portatori, motivata essenzialmente dalla sfiducia nelle loro capacità di governo autonomo e diretto. Muovendo da tale presupposto, deve allora ritenersi che la verifica circa la legittimità di deroghe convenzionali rispetto all'assetto legislativo della ridetta organizzazione debba altresì tenere conto della funzione *di protezione* svolta da tali norme rispetto ai particolari – seppur "comuni" – interessi dei portatori dei titoli.

Occorre infatti ricordare come il fondamento della "inderogabilità" di una disposizione normativa (*rectius*, della *regola* in essa contenuta) non discenda unicamente o necessariamente dalla sussistenza di interessi generali o pubblici in senso stretto, ossia facenti capo alla collettività generale, ma possa anche derivare dalla sussistenza di interessi che, pur essendo individuali e privati quanto ad origine, in una certa misura si trasfigurano allorché il legislatore decida di tutelarli espressamente ⁽¹⁷⁴⁾. In tali casi, la tutela dell'interesse particolare diviene di interesse generale in quanto il legislatore decida di far proprio *quello specifico* interesse e ne imponga la protezione.

⁽¹⁷³⁾ D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 202.

⁽¹⁷⁴⁾ Tale categoria di interessi viene da taluni ricondotta nell'ambito del c.d. «ordine pubblico di protezione» (cfr. in argomento V. ROPPO, *Il contratto*, seconda ed., in *Trattato di diritto privato*, a cura di G. Iudica – P. Zatti, Milano, 2011, 385 s., secondo cui l'individuazione di principi di ordine pubblico c.d. di protezione implica «il confronto fra le posizioni e gli interessi di *categorie economico-sociali contrapposte sul mercato*; muove dal riconoscimento che delle due categorie l'una si trova rispetto all'altra – di fatto – in condizioni di debolezza o comunque inferiorità, così che i suoi interessi meritevoli di tutela rischiano di essere sacrificati per la forza prevalente della categoria contrapposta» e suggerisce politiche di protezione della categoria "debole").

La motivazione di fondo di una simile scelta legislativa è duplice. Da un lato, essa intende salvaguardare beni ed interessi che – per quanto particolari – siano di oggettiva rilevanza sociale e, dall’altro lato, mira a riequilibrare un’asimmetria di potere potenzialmente nociva per il corretto svolgersi delle relazioni socio-economiche.

Su tale giudizio di valore si fonda, come è noto, l’inderogabilità delle norme poste a presidio di specifici settori dell’ordinamento (si pensi, in particolare, alle disposizioni poste a tutela del lavoratore in ambito gius-lavoristico ⁽¹⁷⁵⁾ o anche alla normativa posta a tutela dei consumatori ⁽¹⁷⁶⁾ ovvero dei clienti del settore

⁽¹⁷⁵⁾ Soprattutto nel diritto del lavoro (settore dell’ordinamento in cui evidentemente assume maggior peso la presenza di norme cc.dd. di protezione, in particolare a tutela del *prestatore* di lavoro quale parte debole del rapporto), l’inderogabilità è stata collegata non già, necessariamente, al rispetto di interessi di carattere generale (i soli che consentirebbero ed anzi imporrebbero la compressione dell’autonomia privata e della sua libertà fino ad invalidarla), ma anche ad interessi individuali *ma* di rilevanza sociale che – in quanto tali – il legislatore decide di tutelare espressamente, *per* il loro titolare, ma eventualmente anche *contro* di lui (cfr. C. CESTER, *La norma inderogabile: fondamento e problema del diritto del lavoro*, in *Giornale di diritto del lavoro e di relazioni industriali*, 2008, Vol. 30, Fasc. 119, 341 ss.); sul punto, si veda anche G. BOLEGO, *Autonomia negoziale e frode alla legge nel diritto del lavoro*, Milano, 2011, 57 ss. il quale evidenzia altresì come – in tali ipotesi – non si versi in ipotesi di inderogabilità assoluta, ma piuttosto di inderogabilità *relativa* della norma, che potrà essere pattiziamente derogata solo in senso *favorevole* all’interesse protetto; e ancora R. DE LUCA TAMAJO, *La norma inderogabile nel diritto del lavoro*, Napoli, 1976, 24 ss., secondo cui il punto fondamentale per comprendere il carattere derogabile ovvero inderogabile di una norma non è il *contenuto* concreto degli interessi, bensì la «tipologia delle relazioni intercorrenti tra l’interesse generale e l’interesse del o dei soggetti cui la norma si rivolge».

⁽¹⁷⁶⁾ Si parla, al riguardo, di inderogabilità relativa ovvero, focalizzando l’attenzione sui risvolti di tale inderogabilità rispetto a pattuizioni che vi contravvengano, di «nullità di protezione», categoria concettuale elaborata dalla dottrina e poi consacrata per la prima volta dal legislatore italiano con l’emanazione del d.lgs. n. 206/2005 (Codice del Consumo). Innovando la disciplina originariamente prevista dal codice civile in materia di clausole vessatorie nei rapporti con il consumatore, il legislatore ha espressamente riconosciuto la categoria – che oggi può essere elevata a vero e proprio istituto giuridico – rubricando “Nullità di protezione” l’art. 36 cod. cons. Come evidenziato da M. MANTOVANI, *Le nullità e il contratto nullo*, in V. ROPPO, *Trattato del contratto*, a cura di A. Gentili, IV, Milano, 2006, 170, tale tipologia di nullità costituisce «l’esito di una elaborazione dottrinale tesa a racchiudere, all’interno di una medesima categoria formale, ipotesi di invalidità che, lungi dal poter essere accomunate sul piano del regime sostanziale, trovano il loro momento di coesione solo nell’intento protettivo che di tutte costituisce la *ratio* ultima: intento ormai comunemente individuato nella “tutela non tanto (o non solo) di interessi generali, bensì (anche) di interessi particolari, o meglio “seriali”, riferibili cioè a categorie o classi di contraenti che condividono il ruolo di soggetti in situazione di “strutturale” debolezza negli scambi di mercato». Sull’argomento, si vedano, tra gli altri, G. AMADIO *Nullità speciali: problema o sistema?*, in *Lezioni di diritto civile*, Torino, 2016, 321 ss.; A. GENTILI, *Nullità, annullabilità, inefficacia (nella prospettiva del diritto europeo)*, in *I Contratti*, 2, 2003, 200 ss.; ID., *La “nullità di protezione”*, in *Europa e diritto privato*, 1, 2011, 77 ss.; V. SCALISI, *Contratto e regolamento nel piano d’azione delle nullità di protezione*, in *Riv. dir. civ.*, 5, 2003, 459 ss.

bancario e creditizio (¹⁷⁷) rispetto ai quali il legislatore italiano è penetrato significativamente allo scopo di riequilibrare i rapporti tra privati e tutelarne la parte “debole”.

Enfatizzando la posizione tendenzialmente “debole” degli obbligazionisti nei rapporti con l'emittente, ci si potrebbe interrogare *se* il modello organizzativo di cui agli artt. 2415 ss. cod. civ., in quanto posto (anche) a “protezione” della parte *debole* del rapporto di prestito frazionato nei titoli, *non* si sottragga alla libera disponibilità di entrambe le parti del rapporto di prestito obbligazionario.

Va però rilevato come, negli speciali settori dell'ordinamento prima richiamati, il vincolo di inderogabilità, così come la sanzione della nullità, di *protezione*, siano sanciti espressamente dal legislatore (come avviene, infatti, nel caso della nullità di protezione *ex* art. 36 cod. cons. ed in quello della inderogabilità e nullità *relativa* di cui all'art. 127 tub). Si tratta, pertanto, di ipotesi di nullità *testuale* ed è a tutt'oggi assai dibattuta dalla dottrina civilistica (¹⁷⁸) la possibilità di spingere

(¹⁷⁷) Nell'ambito della legislazione bancaria ed in particolare della disciplina sulla trasparenza e correttezza nei contratti bancari, merita di essere ricordato l'art. 127 tub, che espressamente sancisce la derogabilità *solo relativa* delle disposizioni relative alla trasparenza e alla correttezza delle banche e degli intermediari finanziari nei rapporti con la clientela, disponendo che le stesse possano essere derogate «solo in senso più favorevole al cliente». Ed ancora, con riferimento alle disposizioni specifiche sulla trasparenza e correttezza nei servizi bancari di cui al Titolo VI che siano presidiate dalla sanzione espressa di nullità (si pensi all'art. 117, comma 6 o all'art. 120-*quater*, comma 6, tub), il comma secondo dell'art. 127 tub – come novellato dal d.lgs. n. 141/2010 – precisa che tali nullità operano *soltanto a vantaggio* del cliente. Come evidenziato dalla dottrina, anche alla luce del carattere generale del principio espresso dall'art. 127, comma 2, tub, appare evidente come il sistema delle protezioni offerte dall'ordinamento ai clienti bancari, sulla spinta della legislazione europea di stampo consumeristico, si sia «progressivamente evoluto verso il modello della nullità “di protezione” che meglio si attaglia all'esigenza di tutela del cliente bancario», accompagnato dal complementare principio della inderogabilità *in peius*, pure espresso quale principio generale nello stesso art. 127 tub, secondo cui «l'inderogabilità non opera in senso assoluto, come nel caso di previsioni di legge poste a protezione dell'ordine pubblico, ma in senso unidirezionale, ammettendo sempre la deroga a vantaggio del cliente» (così, R. D'AMBROSIO, *Art. 127*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* diretto da F. Capriglione, IV, Padova, 2012, 2016 ss.; ed in argomento si veda anche il più recente contributo di G. BERTI DE MARTINES, *Nullità relativa, protezione del cliente ed interessi meritevoli di tutela* (Nota a Trib. Milano 29 aprile 2015), in *Banca borsa e titoli di credito*, 3, 2016, 283 ss.).

(¹⁷⁸) I termini del dibattito sono efficacemente sintetizzati da R. ALESSI, “Nullità di protezione” e poteri del giudice tra Corte di Giustizia e Sezioni Unite della Corte di Cassazione, in *Europa e Diritto Privato*, 4, 2014, 1141 ss., anche alla luce dell'altalenante orientamento della giurisprudenza domestica ed europea sui connotati propri della nullità di protezione.

tale sanzione di nullità anche al di là delle specifiche fattispecie puntualmente indicate dal legislatore, facendo leva sull'argomento che l'essere una nullità "di protezione" attenga allo *scopo* proprio di una determinata disposizione normativa e prescindendo dalla circostanza che tale sanzione sia espressamente disposta dalla stessa norma di protezione ⁽¹⁷⁹⁾.

A ciò si aggiunga la considerazione che le norme cc.dd. di "protezione" che trovano oggi cittadinanza nel nostro ordinamento, soprattutto dietro la spinta del legislatore europeo, si connotano non già per un vincolo indisponibilità assoluta – come nel caso delle previsioni di legge poste a tutela dell'ordine pubblico – ma piuttosto per la loro inderogabilità *relativa* o *unidirezionale*, che consiste essenzialmente nel divieto per le parti di derogarvi in senso *sfavorevole* rispetto all'interesse protetto.

Ne discende che, quand'anche sia possibile riconoscere nelle norme sull'organizzazione degli obbligazionisti (anche) una funzione di *protezione* rispetto agli interessi propri degli obbligazionisti medesimi, il modello organizzativo potrà comunque essere oggetto di deroga o rimodulazione tra le parti nella misura in cui ciò sia funzionale ad un migliore assetto dei loro reciproci rapporti alla luce *e* delle concrete caratteristiche dell'emissione *e* degli investitori ovvero del mercato su cui le stesse siano collocate ⁽¹⁸⁰⁾. In tutti questi casi si

⁽¹⁷⁹⁾ Assunto da cui discenderebbe la possibilità di ammettere anche ipotesi di nullità *virtuale* di protezione, ossia di nullità *ex art.* 1418, comma 1, cod. civ. per violazione di norme *relativamente* inderogabili in quanto poste a tutela di una sola parte, ancorché non prevedano esse stesse – in via esplicita – l'azionabilità del rimedio.

⁽¹⁸⁰⁾ In senso convergente, può ricordarsi l'opinione di D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 41 ss., secondo il quale, pur essendo lo schema legale organizzativo necessario ed insopprimibile, il modello legale sarebbe senz'altro «suscettibile di ulteriore perfezionamento convenzionale [...] inserendo sul suo tronco istituti e modalità che nella disciplina legislativa non hanno trovato posto per la sua necessaria brevità e che non contraddicono ai suoi aspetti imperativi [...] non solo in sede di deliberazione della assemblea degli obbligazionisti, ma anche e specialmente in sede di emissione». A tale proposito, l'Autore evidenziava (già nel 1964, anno di pubblicazione della monografia qui richiamata) la maggior sofisticazione delle regole organizzative sviluppate nei mercati finanziari stranieri più evoluti, ricordando in particolare l'ampiezza e la minuziosità di normazione ricorrente nelle convenzioni di prestito nei Paesi nei quali l'organizzazione degli obbligazionisti si regge sul meccanismo convenzionale del *deed of trust*, tra l'altro in materia di attribuzione di ampi e specifici poteri al gruppo degli obbligazionisti e di limitazione preventiva dei loro poteri individuali mediante le cc.dd. *no action clause*. In senso conforme, più di recente si è espresso L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, 224 s., il quale in maniera del tutto condivisibile ha

tratterebbe, infatti, di deroghe *in melius*, e dunque ammesse, rispetto al modello legale, applicabile in via suppletiva.

3.3 *Deroghe alla disciplina e tipicità normativa della fattispecie obbligazionaria.*

La disciplina organizzativa in esame e i relativi margini di derogabilità meritano di essere ulteriormente vagliati alla luce del vincolo di tipicità che, secondo la tradizionale impostazione, caratterizza la disciplina delle obbligazioni, quali strumenti destinati alla circolazione sul mercato. Tale vincolo, come evidenziato dagli autorevoli studiosi prima richiamati ⁽¹⁸¹⁾, è essenzialmente riconducibile alla natura propria dell'operazione di prestito, quale momento di creazione di titoli di debito *di massa* destinati a circolare tra il pubblico in misura tendenzialmente rilevante, e conseguentemente all'esigenza di proteggere i risparmiatori e il mercato dal rischio di un utilizzo smodato od inappropriato di tale "privilegiato" –

affermato la legittimità di clausole di *no action*, che – secondo lo *standard* diffuso sull'euromercato – limitino il diritto individuale di azione dell'obbligazionista in pendenza della decisione assembleare su eventuali proposte di ristrutturazione finanziaria dell'emittente in crisi. Ed infatti, come osserva l'Autore, «l'art. 2419 non può essere considerata una norma imperativa, in quanto tale indisponibile dalle parti», ed una deroga alla stessa al fine di bloccare il c.d. *mad creditor* sino a che l'assemblea abbia deciso la linea da adottare rispetto ad una determinata proposta di ristrutturazione finanziaria appare giustificata «dalla necessità che nelle more della decisione dell'assemblea in merito alle proposte dell'emittente, l'azione di uno o più obbligazionisti non vanifichi la possibilità di porre in essere un piano di risanamento dell'impresa».

⁽¹⁸¹⁾ Si veda, in particolare, G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 380 ss., là dove l'Autore ricorda come il fondamento della disciplina delle obbligazioni emesse da società per azioni debba rinvenirsi nella necessità di tutelare sia i risparmiatori in sede di costituzione e di svolgimento del rapporto di prestito obbligazionario, sia il mercato finanziario in generale, venendo in considerazione, al tempo stesso, interessi *interni* ed *esterni* alla società emittente, sia privati che pubblici. Nello stesso senso, T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli*, 29 ss., secondo cui la disciplina è ispirata alla tutela dei terzi e dei creditori sociali, ancor prima di tutelare la società e gli stessi obbligazionisti. In senso conforme, D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 28 ss., secondo cui, sin dal momento della sottoscrizione, gli obbligazionisti non possono non essere considerati come massa organizzata, posto che «anche qualora l'emissione dovesse eccezionalmente prevedersi a favore di un solo soggetto, la natura collettiva del rapporto obbligazionario non potrebbe essere contestata, data la possibilità che, attraverso la loro circolazione, le obbligazioni pervengano in seguito a mani di più soggetti». E sui fondamenti della disciplina, già nel vigore del codice di commercio, si veda M. SARALE, *Le società per azioni. Obbligazioni*, 11 ss.

per dirla con Ascarelli – canale di accesso *diretto* alla provvista finanziaria *di debito*.

È infatti da questo (ma solo da questo) angolo visuale che nella disciplina delle obbligazioni possono ravvisarsi profili di “ordine pubblico” ⁽¹⁸²⁾, talmente stringenti da limitare il terreno d’azione dell’autonomia privata. Svolge indubbiamente tale funzione l’art. 2410 cod. civ., che specifica la forma con cui deve deliberarsi l’emissione delle obbligazioni e la relativa pubblicità ⁽¹⁸³⁾ nonché l’organo sociale competente a deliberare in materia ⁽¹⁸⁴⁾; parimenti imperativo è il

⁽¹⁸²⁾ Così, infatti, secondo T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli*, 29, le disposizioni del codice civile dedicate alle obbligazioni di società per azioni «non sono poste solo a tutela degli obbligazionisti; sono poste innanzitutto a tutela degli altri creditori della società e per ragioni di *ordine pubblico*»; in senso conf., D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 225, secondo cui «la facoltà di modificare le condizioni del prestito non può essere delegata al rappresentante comune, né con le condizioni di emissione, né con delibera degli obbligazionisti, vertendosi in materia regolata *da norme di ordine pubblico*» (enfasi aggiunta); e con riferimento – più in generale – alla disciplina organizzativa degli obbligazionisti, l’Autore ribadisce in più occasioni che si tratti di disposizioni aventi «natura imperativa» (cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 29 e 38). Pur non scorrendo espressamente di principi di ordine pubblico, evidenzia come alcune norme relative all’organizzazione degli obbligazionisti regolino «aspetti che non sono inerenti (o comunque non sono esclusivamente inerenti) a tale rapporto negoziale, ma a cui paiono invece riconducibili (anche) altri interessi relativi a *settori diversi dell’ordinamento*», L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, 253 ss. Ed ancora, con specifico riguardo alla disciplina dei *quorum* dell’assemblea degli obbligazionisti (per la quale opera, come noto, il rinvio all’assemblea straordinaria dei soci), G. FRÈ – R. CAVALLIO BORGIA, *Società per azioni*, 80, secondo cui la sistemazione legislativa della materia si presenta «con caratteristiche che convincono della inderogabilità delle disposizioni relative per la pluralità dei contrapposti interessi che con le disposizioni medesime si è cercato di contemperare».

⁽¹⁸³⁾ La deliberazione di emissione deve, da un lato, risultare da verbale redatto da notaio e, dall’altro lato, essere depositata ed iscritta nel registro delle imprese nei termini e alle condizioni applicabili alla deliberazione di modifica dello statuto ai sensi dell’art. 2436 cod. civ. (art. 2410, comma 2, cod. civ.). L’obbligo che la deliberazione di emissione risulti da verbale redatto da notaio, pacificamente non suscettibile di deroga di natura convenzionale, si giustifica per l’esigenza di garantire il rispetto della legalità in relazione ad un’operazione che, pur non modificando lo statuto sociale, ha indubbiamente un impatto notevole sull’organizzazione e soprattutto sulla struttura finanziaria della società. Ed è sempre la rilevanza che l’operazione riveste sul piano degli assetti organizzativi e finanziari della società a giustificare l’obbligo di iscrizione, con efficacia – secondo l’opinione più accreditata – *costitutiva* (cfr., in questo senso, G.L. BRANCADORO, *Art. 2410*, in *Società di capitali. Commentario* a cura di G. Nicolini – A. Stagno d’Alcontres, Napoli, 2004, 931; A. GIANNELLI, *Art. 2410*, 23 s.).

⁽¹⁸⁴⁾ Come è noto, a seguito della riforma la competenza ad emettere obbligazioni (ordinarie e non convertibili) è stata sottratta all’assemblea straordinaria per divenire, salvo diversa disposizione statutaria, appannaggio degli amministratori (art. 2410, comma 1, cod. civ.). Ferma la possibilità per i soci di avocare a sé, e quindi all’assemblea, la competenza con apposita previsione statutaria, si ritiene che l’autonomia dei soci sia comunque in questo senso “limitata”, in quanto la previsione normativa palesa la tendenza del legislatore a considerare l’operazione come un *atto di gestione*,

disposto dell'art. 2412, che individua i limiti quantitativi entro cui una società per azioni può avvalersi della facoltà di emettere obbligazioni, pacificamente cogenti in quanto posti anzitutto a tutela dei mercati e dei terzi creditori (¹⁸⁵).

rientrante in quanto tale nella sfera di competenza esclusiva degli amministratori *ex art. 2380-bis*, comma 1, cod. civ. Per l'effetto, si ritiene ad esempio inammissibile una attribuzione statutaria di competenza al *collegio sindacale* oppure al *consiglio di sorveglianza*, a seconda del modello di amministrazione e controllo prescelto, in quanto organi sociali estranei *ex lege* alla gestione della società. In questo senso, cfr. tra molti A. GIANNELLI, *Art. 2410*, in *Obbligazioni - Bilancio* a cura di M. Notari e L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. G. Marchetti e L. A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Milano, 2006, 10 ss.; L. PISANI, *Le obbligazioni*, in AA. VV., *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum *Gian Franco Campobasso* diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Torino, 2006, rist. 2007, 769 ss.; N. AUDINO, *Art. 2410*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, II, Padova, 2005, 1215 ss.

(¹⁸⁵) L'art. 2412, comma 1, cod. civ. prevede che la società possa emettere obbligazioni per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Salve le deroghe previste espressamente dallo stesso legislatore nei successivi commi della disposizione (con una struttura regola - eccezioni analoga a quella adottata prima della riforma, quando il limite era sancito nell'art. 2410 cod. civ., vecchia formulazione) è pacifico che tale limite sia indisponibile e invalicabile dalle parti del rapporto di prestito obbligazionario. Peraltro, sotto il profilo della *ratio* normativa, in un primo momento tendeva a prevalere una interpretazione dei limiti all'emissione quale forma di garanzia, seppure in senso a-tecnico, a tutela degli obbligazionisti (cfr., per tutti, G. OPPO, *Finanziamenti in ECU, clausole monetarie e garanzie del prestito*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, 213, secondo cui l'art. 2412, comma 1, costituirebbe una «specifica garanzia di esistenza di una certa garanzia generica», essendo quest'ultima rappresentata dal patrimonio netto corrispondente al capitale versato ed esistente all'atto dell'emissione del prestito; e per ulteriori riferimenti dottrinali a supporto della tesi, cfr. M. SARALE, *La società per azioni. Obbligazioni*, 72 ss.). A tale iniziale impostazione si è obiettato che, se le garanzie di cui al comma 2 dell'art. 2412 sono senz'altro previste a favore degli obbligazionisti, in quanto vincolano determinati beni sociali al soddisfacimento preferenziale degli stessi, il limite di cui al comma primo non rivesta affatto tale carattere «per il duplice ed assorbente rilievo che gli obbligazionisti concorrono [...] in posizione paritaria con tutti gli altri creditori (chirografari) e nulla assicura che l'eccedenza dell'attivo sul passivo, esistente al momento dell'emissione, permanga per tutta la durata del prestito» (G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 396); secondo tale autorevole opinione, lo scopo del limite va piuttosto colto sul diverso piano della «equilibrata articolazione delle tipiche forme di finanziamento di massa (azioni e obbligazioni) cui può ricorrere la società per azioni. Con esso si tende, in realtà, ad impedire che società sottocapitalizzate possano finanziarsi mediante ingenti capitali di prestito raccolti emettendo titoli di massa e, quindi, mediante appello al pubblico risparmio» (ID., *op. ult. cit.*, 397). Tale opinione sembra essere stata peraltro fatta propria dal legislatore della riforma, sicché – come indicato nella relazione di accompagnamento – lo scopo della norma viene oggi prevalentemente ravvisato nel *generale* interesse a far sì che la società azionaria esprima sempre una «equilibrata distribuzione del rischio di attività di impresa tra azionisti ed obbligazionisti», così da impedire che «gli azionisti ricorrano al mercato del capitale di credito a medio-lungo termine in misura eccessiva rispetto a quanto rischiano in proprio» (cfr. *Relazione* di accompagnamento al d. lgs. n. 6/2003, § 7, 24). In questo senso, cfr. F. G. PANTÉ – G. QUATRARO, *Azioni, obbligazioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, Napoli, 2004, 231; G. L. BRANCADORO, *Art. 2412*, 940; R. CAVALLO BORGIA, *Società per azioni. Tomo IV. Delle obbligazioni*, 94 ss.; A. GIANNELLI, *Art. 2412*, in *Obbligazioni - Bilancio* a cura di M. Notari e L. A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. G. Marchetti e L. A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Milano, 2006, 87 s.

Le norme appena indicate dettano delle vere e proprie *condizioni*, subordinatamente alle quali è data alle società per azioni la facoltà di emettere e collocare obbligazioni presso il pubblico: il mancato rispetto delle stesse – come autorevolmente è stato osservato ⁽¹⁸⁶⁾ – esulerebbe dalla *capacità giuridica* riconosciuta dal legislatore a tali società, dando luogo ad un vizio genetico dell'operazione rilevabile alla stregua di una «eccezione reale». In altri termini, in tanto la società per azioni può emettere obbligazioni, in quanto la regolamentazione propria delle stesse *non* violi le condizioni di emissione *inderogabilmente* poste dal legislatore.

Ma le norme sull'organizzazione degli obbligazionisti non sembrano godere della stessa natura di quelle poc'anzi richiamate, posto che non hanno ad oggetto le fondamentali caratteristiche del rapporto di prestito sottostante all'emissione ⁽¹⁸⁷⁾ e neppure i profili strettamente connessi con la natura e rappresentazione *cartolare* dell'operazione (quali il regime di circolazione ovvero il contenuto minimo dei titoli – cartacei o dematerializzati – nei quali il rapporto è frazionato ed incorporato). La disciplina degli artt. 2415 e ss. cod. civ. si occupa infatti di regolare la *gestione* e l'*organizzazione* dei rapporti tra emittente ed obbligazionisti con l'obiettivo di agevolarne il dialogo e di stabilire forme decisionali e di tutela *collettiva* dei comuni interessi degli obbligazionisti: il terreno d'azione non è

⁽¹⁸⁶⁾ T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli*, 31-32, secondo cui «[l]a tutela degli altri creditori sociali cui si ispira la disciplina delle obbligazioni, innanzi tutto attraverso la determinazione della misura massima del debito obbligazionario, si risolve [...] in una limitazione della capacità sociale», precisando altresì che «[d]ato il carattere strumentale proprio sempre della società, la tutela della sua capacità si risolve sempre in una tutela dei creditori o azionisti».

⁽¹⁸⁷⁾ Ci si riferisce in particolare ai tratti tipizzanti dell'operazione, intesa come prestito frazionato in una pluralità di titoli di massa, come ricordati nel § 3.2 del Capitolo I. In senso contrario, secondo un'autorevole opinione, sarebbe proprio la presenza dell'organizzazione di *gruppo* a caratterizzare e contraddistinguere il prestito obbligazionario, che non può essere considerato «alla stregua di una emissione di titoli individuali, oppure come la giustapposizione di più emissioni individuali: al contrario, per il solo fatto del rilascio dei titoli dell'emittente ai prenditori, viene a giuridica esistenza il gruppo organizzato» così rendendo di fatto «impossibile sceverare nell'obbligazione la posizione di creditore da quella di membro del gruppo», che alla luce di tali considerazioni definisce le obbligazioni come «titoli di gruppo organizzato», elevando l'organizzazione di gruppo ad elemento tipizzante ed indefettibile della fattispecie (cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 10), ma tale orientamento non risulta condivisibile in virtù delle considerazioni sviluppate nel corpo del testo.

quindi il contenuto tipologico dell'obbligazione, ossia i termini dell'*operazione* di prestito ad essa sottostante, ma solo la *relazione* contrattuale tra emittente ed obbligazionisti lungo la vita dell'operazione medesima.

Alla luce di ciò, non pare che l'esigenza di garantire la tipicità normativa dei titoli obbligazionari precluda ogni spazio di intervento pattizio sulla disciplina in questione ⁽¹⁸⁸⁾. La deroga convenzionale ad uno o più profili inerenti l'organizzazione degli obbligazionisti non sembrerebbe infatti poter inficiare i tratti *tipologici* dei titoli emessi, né – assumendo naturalmente che la stessa sia regolarmente convenuta e documentata al momento della sottoscrizione dei titoli – appare in linea di principio suscettibile di ingenerare negli investitori un erroneo convincimento sulle caratteristiche proprie degli strumenti sottoscritti, poiché, qualunque sia il regime organizzativo prescelto, si tratterà pur sempre di titoli di credito *di massa*, rappresentativi di *eguali frazioni* di una unitaria operazione di prestito ⁽¹⁸⁹⁾. Quanto appena osservato vale anche nell'ipotesi – probabilmente la più significativa da questo angolo visuale – in cui la deroga contrattuale operi nel senso di ampliare, sia pure notevolmente, le materie di competenza assembleare,

⁽¹⁸⁸⁾ Ed anzi, sotto questo profilo, la circostanza che – come già osservato nella precedente nota 157 – in alcuni specifici settori il nostro ordinamento preveda espressamente strumenti di debito e di massa che, pur qualificandosi come “obbligazioni” e pur appartenendo quindi al medesimo *genus* tipologico dei titoli emessi ex artt. 2410 ss. cod. civ., difettino del modello legale organizzativo previsto dalla disciplina codicistica (in quanto espressamente disapplicato dallo stesso legislatore), parrebbe piuttosto deporre a favore del carattere eventuale e non necessario dello schema organizzativo e comunque induce ad escludere che si tratti di uno dei tratti caratterizzanti ed indisponibili del “tipo” obbligazionario.

⁽¹⁸⁹⁾ Il che comporta, tra l'altro, che – qualunque sia il regime organizzativo prescelto dalle parti – ogni modifica alle condizioni originarie del prestito, come frazionato nei titoli obbligazionari, dovrà necessariamente riguardare l'intera emissione obbligazionaria e quindi essere applicata in maniera *uniforme* per tutti i titoli obbligazionari emessi così da non pregiudicare né la natura *unitaria* dell'operazione, né il carattere seriale e di massa proprio dei titoli emessi nel contesto dell'operazione medesima. Tale principio (comunemente noto come “principio di uguaglianza” ovvero “parità di trattamento”) è, infatti, secondo la dottrina prevalente, strettamente connaturato alle caratteristiche proprie del prestito obbligazionario e costituisce uno degli elementi differenziali dell'operazione di prestito cartolare rispetto ad un ordinario contratto bi- o pluri-laterale (in questo senso, cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 495; T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli*, 28 ss.; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 227; S. GALLI, *Osservazioni in tema di modificazioni del prestito obbligazionario*, in *Giur. comm.*, 1991, II, 511 ss.; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 28-30). Come meglio si vedrà nel prosieguo (v. § 3 del Capitolo III), il rispetto del principio di parità costituisce peraltro, in Germania, l'unico limite, espressamente individuato dal legislatore, rispetto agli spazi di autonomia negoziale che la normativa sull'organizzazione degli obbligazionisti di cui al *Schuldverschreibungsgesetz* del 2009, in via parimenti espressa, riconosce e regola.

fino a ricomprensivi la possibilità di modificare radicalmente le condizioni tipizzanti poc'anzi ricordate (ad esempio, convertendo le obbligazioni in strumenti di *equity* o altri strumenti finanziari di diversa natura): tale deroga, infatti, non altererebbe *ab origine* la tipicità normativa dei titoli obbligazionari, andando unicamente ad agevolare una eventuale e successiva modificazione dei termini originari – seppure tipizzanti – dell'operazione. L'eventuale approvazione di modifiche che alterino i tratti tipologici dei titoli obbligazionari originariamente emessi avrà semmai l'effetto di convertire – ma solo a partire da *quel* momento – l'operazione di prestito in un rapporto di tipo diverso, non potendosi però revocare in dubbio che sino all'intervento di modifica i titoli avranno ad ogni effetto mantenuto i lineamenti propri del “tipo” obbligazione.

3.4 *Il supporto del dato comparatistico.*

Anche il dato di diritto comparato testimonia come l'organizzazione degli obbligazionisti non assuma, tendenzialmente, i contorni propri di una disciplina cogente e sottratta ad ogni possibilità di deroga o disapplicazione convenzionale, neppure negli ordinamenti europei che – al pari di quello italiano – propongano un modello organizzativo operante *ex lege* rispetto alle emissioni realizzate dalle società ivi stabilite.

Come si è già avuto modo di ricordare precedentemente, l'ordinamento francese, sposando un approccio non dissimile da quello del nostro legislatore del '42, prevede che gli obbligazionisti siano *di diritto* («*de plein droit*») costituiti in una categoria organizzata («*masse des obligataires*») ⁽¹⁹⁰⁾.

⁽¹⁹⁰⁾ Cfr. Art. L228-46 del *code de commerce* francese, ai sensi del quale «*Les porteurs d'obligations d'une même émission sont groupés de plein droit pour la défense de leurs intérêts communs, en une masse qui jouit de la personnalité civile*». Si tratta quindi di un'organizzazione espressamente dotata di “personalità giuridica”, costituita *ex lege* per la tutela degli *interessi comuni* degli obbligazionisti.

Le decisioni rientranti nella competenza della *masse* sono assunte in assemblea («*assemblée générale des obligataires*»), secondo il principio maggioritario. In particolare, l'assemblea degli obbligazionisti delibera su tutte le materie volte alla difesa dei diritti degli obbligazionisti e all'esecuzione del rapporto di prestito («*toutes mesures ayant pour objet d'assurer la défense des obligataires et l'exécution du contrat d'emprunt*»), nonché su qualsiasi proposta di modifica del regolamento del prestito obbligazionario («*toute proposition tendant à la modification du contrat et notamment*») ⁽¹⁹¹⁾. Ma anche nell'esperienza francese – sebbene il legislatore abbia individuato un catalogo di materie specifiche di sicura competenza assembleare ben più ampio di quello previsto dal nostro codice ⁽¹⁹²⁾ – la dottrina ⁽¹⁹³⁾ tende a delimitare i poteri dell'assemblea, negando che la stessa

⁽¹⁹¹⁾ Art. L228-65 del *code de commerce*, che riporta inoltre un catalogo di materie specifiche su cui l'assemblea degli obbligazionisti delibera su tutte le materie volte alla difesa dei diritti degli obbligazionisti e all'esecuzione del rapporto di prestito («*toutes mesures ayant pour objet d'assurer la défense des obligataires et l'exécution du contrat d'emprunt*»), nonché su qualsiasi proposta di modifica del regolamento del prestito obbligazionario («*toute proposition tendant à la modification du contrat et notamment*»), e precisamente: 1. sulle proposte di modifica dell'oggetto sociale ovvero della forma della società emittente; 2. sulle proposte di compromesso o transattive vertenti su diritti che siano stati oggetto di decisioni giudiziali; 3. sulle proposte di fusione o scissione della società; 4. sulle proposte di emissione di obbligazioni di rango superiore; 5. sulle proposte di liberazione totale o parziale di garanzie accessorie al prestito, di modifica del tasso di interessi ovvero delle data di pagamento degli interessi o di ammortamento della somma capitale; 6. su proposte di trasferimento della sede sociale in altro Stato membro dell'Unione europea. Per una più ampia trattazione delle singole materie di competenza assembleare secondo la disciplina del *code de commerce*, si veda P. DIDIER, *Droit Commercial*, 3, *Le marché financier. Les groupes de sociétés*, PUF, 1993, 89 ss.

⁽¹⁹²⁾ Ed infatti, il già richiamato Art. L228-65 del *code de commerce* riporta un catalogo assai dettagliato di specifiche su cui l'assemblea degli obbligazionisti è senz'altro competente a deliberare, nel quale sono ricomprese: 1. le proposte di modifica dell'oggetto sociale ovvero della forma della società emittente; 2. le proposte di compromesso o transattive vertenti su diritti che siano stati oggetto di decisioni giudiziali; 3. le proposte di fusione o scissione della società; 4. sulle proposte di emissione di obbligazioni di rango superiore; 5. le proposte di liberazione totale o parziale di garanzie accessorie al prestito, di modifica del tasso di interessi ovvero delle data di pagamento degli interessi o di ammortamento della somma capitale; 6. le proposte di trasferimento della sede sociale in altro Stato membro dell'Unione europea. Per una più ampia trattazione delle singole materie di competenza assembleare secondo la disciplina del *code de commerce*, si veda P. DIDIER, *Droit Commercial*, 3, *Le marché financier. Les groupes de sociétés*, PUF, 1993, 89 ss.; P. LE CANNU, *Droit des sociétés*, Paris, 2003, 687.

⁽¹⁹³⁾ In questo senso, G. RIPERT – R. ROBLOT, *Traité de Droit commercial*, 2, a cura di M. Germain e V. Magnier, 2011, 1050 ss.; B. GRELON, *La consultation des créanciers obligataires dans la cadre d'une procédure collective d'insolvabilité*, *Revue des Sociétés* 2008, 25 ss.; J. F. BARBIERI, *Associés et Obligataires d'une société faillie*, *Revue des procédures collectives* 1991, 153 s. *Contra*, A. AMIAUD, *Del droits des obligataires en cas de faillite ou de liquidation*

possa disporre dei *diritti di pagamento* degli obbligazionisti: in questo senso sarebbe, ad esempio, ammissibile una revisione del tasso di remunerazione (in quanto espressamente contemplata tra le materie di competenza specifica *ex Art. L228-65, n. 5, code de commerce*), ma non anche una rinunzia *tout court* agli interessi, né ovviamente alla sorte capitale.

Diversamente però da quanto osservato in relazione alla disciplina italiana, il legislatore francese – avvertendo il rischio che il modello “domestico” possa risultare non del tutto allineato e confacente alle esigenze del mercato, specie laddove i propri emittenti decidano (o necessitino) di collocare all’estero le proprie obbligazioni – ammette *espressamente* la “disapplicazione” del regime organizzativo di legge in una serie di ipotesi, tra le quali si annovera in particolare l’emissione «à l’étranger par des sociétés françaises» ⁽¹⁹⁴⁾. Così, ogni qualvolta una società francese intenda rivolgersi ai mercati stranieri sarà libera di adottare, in accordo con i sottoscrittori del prestito, il modello organizzativo più rispondente alle caratteristiche proprie dell’emissione e, soprattutto, alle aspettative degli stessi investitori, tipicamente influenzate dallo *standard* maggiormente diffuso nel mercato finanziario di riferimento ⁽¹⁹⁵⁾.

La scelta operata dal legislatore francese appare, sotto tale profilo, il frutto di un compromesso tra (a) la volontà di dotare i propri emittenti e i rispettivi obbligazionisti di un modello organizzativo operante *ex lege* e capace di contemperare “a monte” i contrapposti interessi derivanti dall’operazione (quando gli stessi trovino pieno ed esclusivo svolgimento nel mercato domestico), e, al tempo stesso, (b) la necessità che tale modello *non* costituisca per gli emittenti

judiciaire de leur société, in *Rev. Faillites*, 1936, 105 s. In argomento cfr. anche N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari*, 100; L. AUTUORI, *Artt. 2415 – 2420*, 250.

⁽¹⁹⁴⁾ Art. L228-90 *code de commerce*.

⁽¹⁹⁵⁾ Osservano come la protezione degli interessi collettivi degli obbligazionisti sia in tal caso assicurata dallo stesso “mercato”, ed in particolare – nel caso più significativo di emissioni realizzate sul mercato degli *eurobond* – dallo schema del *trust* di derivazione anglosassone G. RIPERT – R. ROBLOT, *Traité de Droit commercial*, 1, a cura di M. Germain e V. Magnier, 2008, 1342 («dans le domaine des euro-obligations, la protection de la collectivité des obligataires est assurée [...] principalement par une technique empruntée à la notion anglosaxonne du trust»).

francesi un vincolo assoluto che possa in una certa misura pregiudicarne in concreto le capacità di approvvigionamento (anche) sui mercati finanziari esteri.

Ed è proprio in ragione di tale scelta, e dunque della possibile disapplicazione del regime organizzativo di legge, che la dottrina francese tende ad *escludere* che il raggruppamento dei portatori dei titoli in una *masse* legislativamente organizzata costituisca *per se* un tratto “qualificante” delle “*obligations*” ⁽¹⁹⁶⁾: posto che l’ordinamento francese ammette che i propri emittenti possano collocare obbligazioni, all’estero, senza che trovi applicazione il modello organizzativo del *code de commerce*, non è possibile elevare tale modello ad elemento *qualificante* ed *indefettibile* della fattispecie.

Prima dell’entrata in vigore delle modifiche legislative al *code de commerce* previste da un provvedimento speciale del 2008 ⁽¹⁹⁷⁾, si era posto il problema del coordinamento tra la disciplina generale degli obbligazionisti di cui al *code de commerce* e le procedure concorsuali di composizione della crisi d’impresa, come disciplinate dapprima da una legge speciale del 1985 ⁽¹⁹⁸⁾ e, successivamente, dal Libro VI, intitolato “*Des difficultés des entreprises*”, del *code de commerce*.

⁽¹⁹⁶⁾ Si veda, in proposito, B. GRELON, *La consultation des créanciers obligataires*, nt. 5, secondo cui «[l]’existence d’une émission donnée dans une personne morale chargée de gérer collectivement les rapports des porteurs de titres avec l’émetteur, aussi importante soit-elle en droit français ne constitue pas un élément permettant de qualifier l’obligation. [...] les art. L228-90 et L626-32 prévoient expressément les hypothèses (emprunts émis à l’étranger) d’émissions d’obligations sans que celles-ci ne donnent lieu à création d’une masse. Le regroupement de tous les obligataires dans une “masse” dotée de la personnalité morale de l’ensemble des obligataires afin d’assurer la représentation de leurs intérêts collectifs, s’il opère de plein droit pour les émissions d’emprunts émis en France par des sociétés françaises, n’est pas de l’essence des obligations».

⁽¹⁹⁷⁾ Il riferimento corre, in particolare, alla *Ordonnance* n. 2008-1345 del 18 dicembre 2008, recante la «réforme du droit des entreprises en difficulté», che ha tra l’altro apportato talune modifiche alle disposizioni del Libro VI (*Des difficultés des entreprises*) del *code de commerce*, con particolare riguardo alla procedura di *sauvegarde* e al relativo coordinamento con la disciplina generale sull’organizzazione degli *obligataires* (sulle motivazioni che hanno portato all’emanazione del provvedimento, cfr. B. GRELON, *La consultation des créanciers obligataires*, 25 ss.).

⁽¹⁹⁸⁾ Loi n. 85-98 du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaires des entreprises (JORF du 26 janvier 1985).

Il problema si è posto in particolare con riguardo alla “*procedure de sauvegarde*”, introdotta nell’ordinamento francese con una legge speciale del 2005 ⁽¹⁹⁹⁾, la quale consente ad una società in situazione di difficoltà economico-finanziaria di sottoporre ai propri creditori un piano di “salvataggio” o – più propriamente – ristrutturazione che miri a sventare il rischio di una imminente insolvenza. Ai fini dell’approvazione del piano, i creditori sono riuniti per legge in un apposito comitato (c.d. *comités de créanciers*) e chiamati a decidere secondo il principio maggioritario, nel contesto di una procedura *in concorso* che – per presupposti, natura e finalità – presenta diversi profili di affinità con le procedure di concordato preventivo contemplate dal nostro ordinamento.

Orbene, l’art. L626-32 del *code de commerce* prevedeva, nella sua originaria formulazione, un coordinamento piuttosto blando e laconico tra le regole di funzionamento della procedura collettiva (ed in particolare di approvazione del piano da parte dei creditori), naturalmente volte ad agevolare la composizione concordata della crisi, e le norme sull’organizzazione degli obbligazionisti. La norma si limitava, infatti, a rinviare alle regole organizzative di cui alla disciplina societaria, prevedendo unicamente che la decisione sul piano dovesse essere presa, nel caso degli obbligazionisti, dalla relativa *assemblée générale* e che l’interlocuzione tra organi della procedura (il relativo *administrateur judiciaire*, *in primis*) e obbligazionisti fosse mediata dal rappresentante di questi ultimi.

Tuttavia, l’apertura di una complessa *procedure de sauvegarde* nei confronti del gruppo internazionale facente capo alla società francese “Eurotunnel” ⁽²⁰⁰⁾, avvenuta nell’agosto 2006 e quindi a distanza di pochi mesi dall’entrata in vigore della novellata disciplina concorsuale del *code de commerce*, pose il problema di capire quali norme organizzative dovessero applicarsi – *ai fini* della procedura e in

⁽¹⁹⁹⁾ Loi n. 2005-845 du 26 juillet 2005 de sauvegarde des entreprises (JORF n. 173 du 27 juillet 2005).

⁽²⁰⁰⁾ Su tale procedura, che ha peraltro segnato la prima applicazione concreta del Regolamento CE n. 1346/2000 sulle procedure di insolvenza transfrontaliere rispetto ad una procedura di *sauvegarde* aperta ai sensi del *code de commerce*, si veda R. DAMMANN – G. PODEUR, *L’affaire Eurotunnel : première application du règlement CE n°1346/2000 à la procédure de sauvegarde*, *Recueil Dalloz* 2006, 2329 ss.

particolare dell'approvazione del piano e dell'interlocazione con gli obbligazionisti – con riguardo alle obbligazioni collocate dalle società del gruppo sui mercati esteri e assoggettate ad un regime organizzativo diverso da quello previsto dal *code*. Secondo la ricostruzione interpretativa operata dai giudici francesi ⁽²⁰¹⁾ nel contesto della procedura appena richiamata, la disciplina organizzativa di cui al *code de commerce* deve trovare applicazione *in ogni caso*, anche ove si tratti di emissioni collocate all'estero ed ancorché le stesse siano convenzionalmente e legittimamente sottoposte a legge straniera, quando si versi in una “*procédure collective d'insolvabilité*”, quale la procedura di *sauvegarde*. In tali casi, secondo l'opinione dei giudici, non è dato discorrere infatti né di *lex contractus*, né di *lex societatis*, ma si tratta piuttosto di dare applicazione a norme *imperative* di diritto fallimentare, che si impongono al di là di ogni scelta operata dalle parti per ragioni di “*ordre public*” ⁽²⁰²⁾.

La lettura data dai giudici francesi ha poi trovato piena conferma sul piano normativo con un intervento correttivo del 2009, mediante il quale – riformulando il richiamato art. L626-32 – il legislatore francese ha sancito espressamente che il voto degli obbligazionisti rispetto al piano di ristrutturazione (*plan de sauvegarde*) debba essere espresso a maggioranza ⁽²⁰³⁾ dalla relativa *assemblée générale*, sia che si tratti di obbligazioni emesse in Francia, sia che si tratti di obbligazioni emesse all'estero e convenzionalmente assoggettate ad una disciplina straniera

⁽²⁰¹⁾ Cfr. Trib. com. Paris, 2 août 2006, che ha dato avvio alla procedura di *sauvegarde* per tutte le società del gruppo Eurotunnel e Trib. com. Paris, 15 janvier 2007, sulla specifica questione qui trattata.

⁽²⁰²⁾ Sul punto, cfr. B. GRELON, *La consultation des créanciers obligataires*, 25 ss., §§ 32-34, il quale evidenzia come, per quanto secondo i principi propri dell'ordinamento francese, sia difficilmente contestabile che le disposizioni dell'art. L626-32 debbano considerarsi di ordine pubblico, la normativa comunitaria sulle procedure d'insolvenza, come interpretata dalla Corte di Giustizia europea, preveda una nozione di ordine pubblico ben più restrittiva.

⁽²⁰³⁾ Ai sensi dell'art. L626-32, comma 3, del *code de commerce*, ai fini dell'approvazione del *plan de sauvegarde*, trova peraltro applicazione un *quorum* deliberativo di «deux tiers du montant des créances obligataires détenues par les porteurs ayant exprimé leur vote, nonobstant toute clause contraire et indépendamment de la loi applicable au contrat d'émission».

(²⁰⁴). E, proprio per favorire il buon esito della procedura, l'art. L626-32, nella sua formulazione vigente, precisa che *nell'ambito* dell'approvazione del piano l'assemblea possa acconsentire non solo a trattamenti differenziati *per* e *tra* gli obbligazionisti "*si les différences de situation le justifient*", ma anche a rinunce parziali o totali dei diritti di pagamento degli obbligazionisti (diversamente da quanto accade – come detto – al di fuori di tali procedure).

Allo stato attuale, dunque, nell'ordinamento francese si assiste ad un modello organizzativo degli obbligazionisti che, al pari di quello italiano, discende direttamente dalla legge ma, diversamente da quanto accade nel nostro ordinamento, è lo stesso legislatore a delinearne espressamente i confini di derogabilità ed imperatività, dando ampio spazio all'autonomia contrattuale ove funzionale a favorire il collocamento all'estero da parte di società francesi *ma* imponendo il proprio modello organizzativo, al di sopra di ogni scelta operata dalle parti, laddove ciò si renda necessario per ragioni di "*ordre public*" ed in particolare – come visto – al fine di assicurare il buon funzionamento delle "*procédure collective de sauvegarde*".

Va, nondimeno, osservato che – al di là del punto fermo costituito dalle norme fallimentari – l'approccio del legislatore francese appare allo stesso tempo liberale e "dirigista": se infatti, come si è visto, la disciplina del *code de commerce* cede il passo al mercato e alla libertà negoziale ove ciò si renda necessario per non ostacolare l'accesso delle società francesi ai mercati dei capitali di debito anche oltre i confini del proprio Paese, per altro verso tale disciplina sembra imporsi "*de plein droit*" nelle emissioni che non ricadano in alcuno degli specifici casi di esenzione di cui al già citato art. L228.90. In altri termini, con riguardo alle ordinarie emissioni domestiche il legislatore francese sembra prediligere l'uniformità degli schemi organizzativi, secondo equilibri tracciati a monte dalla disciplina del *code* tra le diverse istanze di cui sono portatrici le parti del rapporto

(²⁰⁴) La disposizione precisa infatti che, qualora la società debitrice abbia emesso obbligazioni, debba essere convocata «*une assemblée générale constituée de l'ensemble des créanciers titulaires d'obligations émises en France ou à l'étranger [...] afin de délibérer sur le projet de plan adopté par les comités de créanciers*».

di prestito, piuttosto che lasciare tali aspetti alla libera contrattazione delle parti medesime ⁽²⁰⁵⁾.

Più liberale appare invece, sotto tale profilo, la soluzione seguita dall'ordinamento tedesco, nel quale la materia è attualmente disciplinata da una legge speciale del 2009 ⁽²⁰⁶⁾. Ai sensi di tale legge (c.d. *SchVG*) i portatori di titoli di debito emessi da società stabilite in Germania sono organizzati in una categoria in grado di assumere decisioni maggioritarie vincolanti per tutti i propri membri *solo* qualora ciò sia espressamente previsto dal regolamento che disciplina i termini e le condizioni dell'emissione (§ 5(1) *SchVG*), il quale – a sua volta – deve essere integralmente riportato sul certificato rappresentativo dei titoli così da essere pienamente conoscibile ai successivi acquirenti dei titoli medesimi (§ 2 *SchVG*) ⁽²⁰⁷⁾.

Nel caso in cui il regolamento preveda l'applicazione delle regole organizzative di cui alla Parte 2 del *SchVG*, il novero delle materie che possono essere assunte col

⁽²⁰⁵⁾ In questo senso, si veda M. GERMAIN, *Traité de Droit Commercial*, 1342, il quale ritiene che – al di là delle *exception* previste espressamente dal legislatore – il raggruppamento degli obbligazionisti in una *masse* rivesta «*caractère légal obligatoire*». In estrema sintesi, stabilendo espressamente i casi di derogabilità del modello organizzativo di legge, il legislatore francese sembra averne sancito *a contrario* la necessaria applicazione in tutte le ulteriori ipotesi, e quindi – in particolare – in tutti i casi in cui si proceda ad una ordinaria emissione domestica, interamente retta dalla legge francese e destinata al collocamento sul solo mercato interno, a prescindere dalle caratteristiche proprie dell'emissione e dalle concrete esigenze organizzative degli investitori e dello stesso emittente.

⁽²⁰⁶⁾ *Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuldverschreibungsgesetz - SchVG)*, legge del 31 luglio 2009, applicabile alle emissioni obbligazionarie di legge tedesca realizzate successivamente al 5 agosto 2009. Per le emissioni realizzate prima di tale data, che superino determinate soglie quantitative di rilevanza nell'ammontare e nel numero di obbligazionisti, continua invece a trovare applicazione il *gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Bersitzer von Schuldverschreibungen*, legge speciale del 4 dicembre del 1899. Per una sintetica disamina dei tratti essenziali della disciplina organizzativa tedesca, cfr. N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari*, 83, 103 s.; e sulla disciplina previgente v. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 15.

⁽²⁰⁷⁾ Più precisamente, ai sensi del § 2 *SchVG* i termini e le condizioni che disciplinano l'emissione devono essere integralmente riportati sui certificati rappresentativi dei titoli emessi qualora destinati alla circolazione. Per contro, qualora i titoli non siano destinati a circolare tra gli investitori, non ponendosi le medesime esigenze di tutela degli investitori sul mercato secondario, si prevede che tali termini e condizioni possano essere inclusi *per relationem*, ossia mediante rinvio al regolamento di emissione (il cui contenuto non dovrà perciò essere integralmente trascritto sul certificato).

metodo maggioritario è amplissimo ⁽²⁰⁸⁾, ricomprendendo non solo la possibilità di modificare significativamente i diritti individuali di pagamento degli obbligazionisti (vuoi rinunciando ad una parte dell'ammontare dovuto in linea capitale, vuoi riducendo o addirittura sopprimendo del tutto l'obbligo di corrispondere gli interessi oppure posticipandone le rispettive scadenze) ma anche la possibilità di mutare *radicalmente* l'oggetto dell'investimento ⁽²⁰⁹⁾, sia mediante conversione o *exchange* dei titoli di debito emessi con titoli rappresentativi di capitale di rischio o di qualsiasi altra natura, sia attraverso una sostituzione del debitore originario (*id est*, l'emittente) con un nuovo soggetto ⁽²¹⁰⁾.

L'elenco di materie che vengono così demandate alla maggioranza degli obbligazionisti opera tuttavia solo in via suppletiva, ossia qualora il regolamento di emissione dei titoli si limiti a stabilire l'applicabilità della disciplina organizzativa di cui al *SchVG*, senza precisare quali siano le materie di competenza del gruppo e quali invece quelle rimesse al consenso unanime di tutti gli obbligazionisti. E' invero fatta salva dallo stesso legislatore la possibilità di prevedere nei termini e condizioni dell'emissione una diversa ripartizione delle

⁽²⁰⁸⁾ Unico limite in tal senso è costituito dal principio di parità di trattamento tra gli obbligazionisti, espressamente previsto dal § 5(d) *SchVG*. La decisione maggioritaria deve infatti prevedere eguali condizioni per tutti i portatori dei titoli, pena l'invalidità della stessa, *a meno che* non consti del consenso espresso degli obbligazionisti cui siano riservate condizioni deteriori.

⁽²⁰⁹⁾ Occorre segnalare che, se il *quorum* deliberativo generalmente applicabile è quello della maggioranza semplice dei diritti di voto che prendano parte al processo deliberativo (calcolati, ai sensi del § 9(1) *SchVG per somma*, sulla base del valore nominale dei titoli emessi e non estinti), le modifiche che abbiano l'effetto di alterare i termini e le condizioni *essenziali* («wesentliche Inhalte») dei titoli devono essere approvate con maggioranza qualificata, corrispondente ad almeno il 75 per cento dei diritti di voto partecipanti al processo deliberativo, ferma restando la possibilità che il regolamento di emissione preveda, per tutte o parte delle materie, *quorum* maggiormente elevati (cfr. § 5(4) *SchVG*).

⁽²¹⁰⁾ In particolare, ai sensi del § 5(2) *SchVG*, la maggioranza degli obbligazionisti può decidere – in via assembleare o altrimenti (a seconda di quanto previsto dal regolamento dei titoli) – in ordine alle seguenti materie: (1) modifiche inerenti la data di esigibilità dei pagamenti a titolo di interessi ovvero la riduzione o soppressione degli stessi; (2) modifiche inerenti la data di scadenza della sorte capitale; (3) la riduzione dell'ammontare dovuto a titolo di capitale; (4) subordinazione dei diritti degli obbligazionisti nel contesto di procedure di insolvenza dell'emittente; (5) conversione o scambio dei titoli con azioni o altri strumenti finanziari; (6) sostituzione o rilascio di garanzie; (7) modifiche nella valuta dei titoli; (8) rinuncia o limitazione dei diritti di risoluzione degli obbligazionisti; (9) sostituzione dell'emittente; (10) modifica o cancellazione di condizioni accessorie dei titoli.

competenze tra decisioni maggioritarie e decisioni su cui è necessaria l'approvazione di *ciascun* obbligazionista, restringendo il novero delle materie disponibili alla maggioranza secondo l'articolata ed eterogenea (ma, in tal misura, derogabile) elencazione contenuta nel § 5(3), nn. 1-9, *SchVG*.

In considerazione di quanto sopra, la disciplina organizzativa vigente in Germania appare particolarmente elastica e lascia ampi margini di manovra all'emittente in ordine all'assetto organizzativo da proporre ai relativi potenziali investitori. Tale scelta può anzitutto tradursi nel *non* richiamare – all'interno dei termini e delle condizioni del prestito proposti dall'emittente – la disciplina organizzativa prevista dal *SchVG*: come detto, se la relativa applicazione *non* è espressamente prevista nei documenti contrattuali che disciplinano l'emissione, nonché sul certificato rappresentativo dei titoli, la disciplina legislativa non trova “a monte” applicazione, con la conseguenza che qualsiasi decisione inerente l'operazione di prestito, ivi compresa la modifica dei relativi termini e condizioni, dovrà essere assunta con il consenso di tutti gli obbligazionisti mediante la stipulazione di contratti bilaterali di identico contenuto tra l'emittente e ciascun obbligazionista (§ 4 *SchVG*).

Alternativamente, i termini e le condizioni di emissione possono prevedere l'applicazione *integrale* della disciplina legislativa (nel qual caso troveranno piena applicazione le norme di competenza stabilite di *default* dal § 5 *SchVG*), specificando unicamente se le relative decisioni dovranno essere assunte in via assembleare ovvero mediante procedimenti di consultazione e voto non collegiali ⁽²¹¹⁾.

Quale terza alternativa, l'emittente può altresì proporre ai propri investitori un'applicazione solo *selettiva* della disciplina organizzativa prevista dal legislatore, restringendo o rimodulando il novero delle materie che possono essere decise a maggioranza rispetto all'elenco previsto dal § 5(3) *SchVG*.

⁽²¹¹⁾ Ai sensi del § 5(6) *SchVG*, infatti, il regolamento di emissione dei titoli può – alternativamente – prevedere che gli obbligazionisti debbano riunirsi in assemblea al fine di assumere le relative decisioni maggioritarie in via collegiale ovvero mediante processi di voto e decisionali extra-assembleari.

Le diverse opzioni sopra menzionate consentono evidentemente alla società di adattare i termini e le condizioni del prestito agli *standard* di riferimento del mercato sul quale i titoli saranno volta per volta emessi e collocati, trovando applicazione in via trasversale a prescindere dalla circostanza che l'emissione sia rivolta esclusivamente al mercato domestico ovvero sia destinata al collocamento su mercati esteri.

In entrambe le esperienze europee appena ricordate, quindi, la disciplina legislativa sull'organizzazione degli obbligazionisti rivela spazi di apertura indubbiamente significativi (per quanto non del tutto coincidenti tra di loro) a favore dell'autonomia e della regolamentazione contrattuale.

Resta peraltro fuor di dubbio che, in questa prospettiva, l'ordinamento che più di ogni altro segna il primato assoluto dell'autonomia contrattuale sia quello inglese. E tale circostanza non può certamente essere trascurata nel contesto di un'indagine comparatistica sulla materia qui considerata, se si muove dalla duplice considerazione che quello inglese costituisce da sempre il Paese finanziariamente più evoluto e, anche in ragione di ciò, alla legge inglese è assoggettata la quasi totalità delle emissioni ad oggi collocate sull'euromercato.

In Inghilterra, come già anticipato, l'organizzazione dei *bondholder* ha natura puramente "volontaria". È consuetudine, in particolare, che il procedimento di emissione si perfezioni con la contestuale sottoscrizione di un contratto, denominato *trust deed*, tra la società emittente ed un soggetto professionale (tipicamente una società costituita proprio al fine di svolgere attività di *corporate trust*) che assume nel contesto dell'operazione di prestito il ruolo di *trustee*. Tale contratto disciplina i doveri e i poteri del *trustee*, nonché le modalità di comunicazione tra quest'ultimo e la società emittente. Il *trustee* viene quindi originariamente nominato dall'emittente e non già dagli stessi *bondholder*, sebbene sia poi chiamato a svolgere funzioni di rappresentanza ed attività fiduciarie essenzialmente a beneficio di questi ultimi.

Per quanto lo schema, di origine anglo-americana, sia di natura puramente convenzionale, va segnalato come nel tempo il contenuto del contratto si sia

altamente standardizzato e, pur in mancanza di qualsivoglia tipizzazione normativa o statutaria, può oramai considerarsi “tipizzato” dalla prassi operativa ⁽²¹²⁾.

Il legislatore inglese ha lasciato interamente all'autonomia statutaria la scelta in ordine ai poteri collettivi ed individuali dei *bondholder* ed all'ampiezza dei poteri di rappresentanza ed anche decisionali eventualmente attribuiti al *trustee*, vietando unicamente clausole di limitazione od esclusione della responsabilità del *trustee* per violazione dei propri doveri fiduciari nei confronti dei portatori dei titoli così da assicurare un certo equilibrio in un rapporto fiduciario che indubbiamente presenta alcune peculiarità genetiche (quale, in particolare, la nomina su designazione dello stesso emittente) ⁽²¹³⁾.

Di natura volontaria è anche l'organizzazione degli obbligazionisti negli Stati Uniti, per tutte le emissioni diverse dalle operazioni interstatali che, per la rilevante entità e le peculiari modalità di diffusione, siano assoggettate alle disposizioni del *TIA* ⁽²¹⁴⁾.

Le emissioni di titoli di debito effettuate all'interno dei singoli Stati federati e non assoggettate alla peculiare disciplina del *TIA* sono infatti anch'esse imperniate sullo schema contrattuale del *trust*, tipicamente documentato in un contratto tra emittente e *trustee*, denominato *indenture*. Le previsioni del contratto sono poi accettate e fatte proprie dai portatori dei titoli, che – pressoché automaticamente – vi aderiscono all'atto della sottoscrizione ovvero dell'acquisto dei titoli medesimi.

⁽²¹²⁾ Cfr. P. WOOD, *Law and Practice of International Finance*, London, 2008, 179 ss.; ID., *International Loans, Bonds and Securities Regulation*, London, 1995, 164 ss.; R. BURGESS, *Corporate Finance Law*, London, 1992, 271 ss.

⁽²¹³⁾ Companies Act 2006, Section 750, paragraph 1: «Any provision contained in: (a) a trust deed for securing an issue of debentures, or (b) any contract with the holders of debentures secured by a trust deed, is void in so far as it would have the effect of exempting a trustee of the deed from, or indemnifying him against, liability for breach of trust where he fails to show the degree of care and diligence required of him as trustee, having regard to the provisions of the trust deed conferring on him any powers, authorities or discretions».

⁽²¹⁴⁾ Con riguardo alle peculiarità della disciplina applicabile alle emissioni interstatali ai sensi del *TIA*, si rinvia al paragrafo 5 del precedente Capitolo I.

Ed anche in questo caso, è interessante osservare come la prassi dei mercati finanziari, supportata dal costante lavoro di coordinamento, revisione ed aggiornamento svolto dall'*American Bar Association*, abbia nel tempo sviluppato uno *standard* contrattuale ⁽²¹⁵⁾ talmente diffuso da potersi ormai considerare un imprescindibile punto di riferimento per gli investitori.

Merita peraltro di essere evidenziato come, pur in mancanza di qualsivoglia vincolo legislativo, la prassi abbia tracciato un equilibrio tra poteri collettivi e prerogative individuali degli obbligazionisti che – al di fuori del contesto concorsuale – esclude la possibilità che i loro diritti individuali di pagamento possano essere oggetto di rinuncia o comunque di modifica pregiudizievole da parte della maggioranza. Ed infatti, il modello di *indenture* pubblicato dall'*American Bar Association*, pur prevedendo (i) una delega generale a favore del *trustee*, il quale – d'accordo con la società emittente ma senza il previo consenso dei portatori dei titoli («*securityholder*», secondo la definizione contrattuale) – può acconsentire a qualsiasi modifica che non arrechi pregiudizio ai diritti di questi ultimi ⁽²¹⁶⁾, e (ii) una regola generale secondo cui ogni ulteriore modifica può comunque essere effettuata con il consenso della maggioranza (di somma) dei *securityholder* ⁽²¹⁷⁾, precisa espressamente che *qualsiasi* loro diritto di pagamento nei confronti dell'emittente, sia esso per la sorte capitale ovvero per

⁽²¹⁵⁾ Si tratta, in particolare, del “*Revised Model Simplified Indenture*” del 1999, che ha sostituito il precedente modello contrattuale del 1983, denominato “*Model Simplified Indenture*”. Sui principali contenuti di tale modello, disponibile sul sito web dell'*American Bar Association* (www.americanbar.org), si veda la precedente nota 116.

⁽²¹⁶⁾ Cfr. *Revised Model Simplified Indenture, Article 9 (Amendments), Section 9.01 (Without Consent of Holders)* ai sensi del quale «the Company and the Trustee may amend this Indenture or the Securities without the consent of any Securityholder [...] to make any change that does not adversely affect the rights of any Securityholder».

⁽²¹⁷⁾ *Revised Model Simplified Indenture, Article 9 (Amendments), Section 9.02 (With Consent of Holders)*: «the Company and the Trustee may amend this Indenture or the Securities with the written consent of the Holders of at least a *majority in Principal amount* of the Securities» (enfasi aggiunta) laddove per “*Principal*” si intende – ai sensi della *Section 1.01 (Definitions)* - «the principal of the Security plus the premium, if any, on the Security which is due or overdue or is to become due at the relevant time» e quindi l'importo in linea capitale dei titoli di debito, come tempo per tempo dovuto e non ancora rimborsato ed eventualmente incrementato alla luce di eventuali premi previsti dalle condizioni del prestito.

gli interessi corrispettivi o a titolo di premio, non può in alcun caso essere intaccato dalla maggioranza – né mediante approvazione di modifiche in riduzione del *quantum* dovuto, né attraverso la concessione di proroghe dei relativi termini di esigibilità – senza il consenso di *ciascun* portatore dei titoli interessato dalla modifica peggiorativa ⁽²¹⁸⁾.

Seppure con accenti e gradazioni diverse, le esperienze straniere cui si è testé fatto cenno riconoscono, in definitiva, ampi margini di libertà contrattuale nella definizione degli assetti organizzativi degli obbligazionisti e della linea di confine tra prerogative esercitabili collettivamente, di regola a maggioranza, e prerogative individuali di ciascun singolo obbligazionista. Il terreno d'azione dell'autonomia contrattuale è, in questo senso, assoluto nell'esperienza inglese, mentre nell'ordinamento statunitense può definirsi intermedio, dovendosi operare un distinguo tra operazioni esentate dall'applicazione del *TIA* ed operazioni che, per la loro entità e diffusione interstatale, vi siano imperativamente assoggettate. Allo stesso modo, pur muovendo da schemi organizzativi di origine legislativa e non volontaria, l'ordinamento francese e quello tedesco hanno espressamente ammesso e regolato significativi spazi di disapplicazione o rimodulazione del modello legale secondo la libera iniziativa contrattuale delle parti del rapporto di prestito obbligazionario.

⁽²¹⁸⁾ La *Section 9.02*, come richiamata nella nota che precede, dopo aver enunciato il principio della maggioranza di somma di cui già si è detto, prosegue precisando, *inter alia*, che «without the consent of each Securityholder affected, an amendment under this Section *may not*: (1) *reduce the amount of Securities* whose Holders must consent to an amendment; (2) *reduce the interest* on or *change the time* for payment of interest on any Security; (3) *reduce the Principal* of or *change the fixed maturity* of any Security; (4) *reduce the premium* payable upon the redemption of any Security or *change the time* at which any Security may or shall be redeemed [...]» (enfasi aggiunta).

4. Natura “tendenzialmente” derogabile del modello organizzativo e profili di diritto fallimentare.

La ricostruzione qui proposta in ordine agli interessi sottesi alla disciplina organizzativa di cui agli artt. 2415 ss. cod. civ. porta a respingere gli orientamenti secondo cui l'autonomia contrattuale dell'emittente e degli obbligazionisti, quali parti del rapporto di prestito, debba ritenersi interamente soppressa per fare spazio ad un assetto imperativamente tracciato dal legislatore, dietro la bandiera dell'ordine pubblico o comunque della tutela di interessi di carattere generale e meta-individuale.

Quanto sinora osservato induce infatti a ritenere che:

- (i) la tesi secondo cui la disciplina sull'organizzazione degli obbligazionisti sarebbe “imperativa” in quanto posta a tutela del buon funzionamento della società azionaria che si rivolga al mercato del capitale con vincolo di credito appare a monte influenzata dall'orientamento secondo cui l'assemblea degli obbligazionisti avrebbe *ex lege* il potere di assumere, entro i limiti della parità di trattamento e nella prospettiva del perseguimento del comune interesse di tutto il gruppo, qualsivoglia decisione in sede di rinegoziazione delle originarie condizioni di emissione, ancorché avente ad oggetto gli elementi tipizzanti della fattispecie.

Tale ricostruzione deve essere ovviamente qui respinta, in quanto confliggente con la tesi – sostenuta nella prima parte del presente lavoro – secondo cui i diritti individuali di pagamento degli obbligazionisti (soprattutto per la sorte capitale) restano comunque intangibili da parte della maggioranza, *a meno che* non si versi nel peculiare contesto delle formali procedure di concordato. Pertanto, è solo (e semmai) in sede concorsuale, ed in particolare – allo stato – nell'ambito delle procedure di concordato, che può emergere il carattere *imperativo* della disciplina, riconducibile alle ragioni di ordine pubblico che giustificano il superiore interesse al corretto svolgimento di tali procedure e, anche alla luce delle tutele ivi previste, le più pervasive competenze attribuite *ex lege* alla maggioranza assembleare.

Fuori dalle stesse, come anche il dato comparato dimostra, il ruolo degli organi rappresentativi degli obbligazionisti non è così centrale da giustificare l'assoluta impermeabilità rispetto ad ogni diversa sistemazione eventualmente voluta dalle parti; ed infatti, pure a fronte di una situazione di crisi economico-finanziaria dell'emittente, ogni proposta di rinegoziazione in grado di incidere *significativamente* sui termini economici del rapporto – quale la riduzione della somma dovuta a titolo di rimborso o la sua postergazione – dovrà in ogni caso essere sottoposta al consenso di ciascun obbligazionista;

- (ii) pur ammettendo che, in linea generale, le norme sull'organizzazione degli obbligazionisti costituiscano *anche* norme “di protezione”, in quanto poste a tutela degli stessi obbligazionisti, impossibilitati – per via della loro regolare dispersione e della tendenziale esiguità del credito da ciascuno vantato – a governare da soli, efficacemente e direttamente, i propri comuni interessi, tale qualificazione non pare precluderne *in toto* la derogabilità. In particolare, da questo punto di vista il modello legale costituisce un modello “suppletivo”, che – anche tenuto conto della sua brevità e, per certi versi, laconicità – è indubbiamente suscettibile di perfezionamento, e quindi di integrazione o deroga, almeno *in melius*, per via convenzionale. Ciò consente peraltro all'emittente di proporre un modello organizzativo maggiormente in linea con le qualità soggettive degli investitori cui l'emissione sia volta per volta rivolta, ma anche con le caratteristiche proprie dell'operazione (che potrebbe essere quotata o puramente oggetto di *private placement* ⁽²¹⁹⁾), nonché del mercato, domestico o internazionale, di riferimento;

⁽²¹⁹⁾ La circostanza che si tratti di un prestito obbligazionario “chiuso” (ossia *non* quotato sui mercati dei capitali di debito e oggetto di collocamento solo presso un numero limitato di investitori) ovvero “aperto” (quotato o comunque diffuso in misura rilevante) potrebbe, in questa prospettiva, portare a conclusioni differenti circa la meritevolezza, sotto il profilo della protezione degli obbligazionisti, di determinati assetti organizzativi stabiliti per via convenzionale. In particolare, mentre in un'emissione diffusa in misura rilevante sul mercato dei capitali di debito si pone, come detto, il problema di assicurare un'azione efficace e coordinata del gruppo obbligazionario a tutela dei *comuni interessi* dei portatori dei titoli, tale preoccupazione diviene meno stringente laddove si tratti di un prestito detenuto da un numero circoscritto di soggetti e non

(iii) la tesi secondo cui l'organizzazione del gruppo costituirebbe un tratto *tipologico* del prestito obbligazionario, caratterizzato dal frazionamento in titoli non solo di massa, ma anche di massa indefettibilmente "organizzata", non pare convincente. Come già osservato, ciò che distingue il tipo "obbligazione" dagli ulteriori strumenti finanziari è la riconducibilità ad un *prestito*, che da un lato (a) prevede necessariamente il *diritto* al rimborso della somma originariamente prestata e dall'altro lato (b), in quanto incorporata in titoli di *massa*, presuppone l'identità di condizioni economiche e giuridiche incorporate in ciascun titolo e la conseguente necessità di trattamento *paritario* di tutti gli obbligazionisti, anche in ipotesi di modifica delle condizioni medesime ⁽²²⁰⁾. Tale argomentazione – come detto – trova ulteriore avallo nella circostanza che l'ordinamento conosca, in alcuni speciali settori, ipotesi di strumenti espressamente qualificati come *obbligazioni*, quali le obbligazioni bancarie semplici o i cc.dd. *project bond*, cui per espressa volontà del legislatore non trova applicazione (o almeno, *non* in via suppletiva) il regime organizzativo di cui agli artt. 2415-2420

destinato a circolare sui mercati dei capitali e dunque con un potenziale di circolazione e diffusione tra investitori sicuramente più limitato.

In tale secondo caso, non può escludersi che la valutazione in concreto delle caratteristiche dell'emissione e della composizione del gruppo (sia sotto il profilo oggettivo, in termini di numerosità degli investitori, sia sotto il profilo soggettivo, in termini di qualità e categorie soggettive degli investitori medesimi) possa indurre a ritenere del tutto legittima ed ammissibile anche una clausola del regolamento di emissione che richieda il consenso *unanime* degli investitori – in luogo di quello maggioritario altrimenti applicabile *ex lege* – rispetto ad una o più decisioni di comune interesse.

Paradigmatica appare, in questo senso, l'ipotesi in cui l'emissione sia collocata presso – e, come tipicamente accade, proposta e strutturata da – un *pool* di soggetti istituzionali (intermediari autorizzati del settore bancario e finanziario) il quali interpretino l'operazione di prestito obbligazionario come una modalità in tutto e per tutto *alternativa* rispetto ad un ordinario finanziamento bancario in *pool*, ma a quest'ultimo preferibile ad esempio per ragioni di natura regolamentare o di altra natura.

È verosimile che, in tale scenario, gli intermediari che sottoscrivano il prestito intendano mantenere, *mutatis mutandis*, pressoché i medesimi assetti decisionali collettivi sviluppati nella prassi bancaria dei prestiti sindacati, la quale – secondo lo *standard* sviluppato dalla *Loan Market Association (LMA)*, che costituisce il principale punto di riferimento per i finanziamenti bancari destinati alla sindacazione in Europa tra gli operatori del settore bancario e finanziario – prevede che le decisioni cruciali sulle condizioni del prestito siano decise all'unanimità da parte dei finanziatori della società prenditrice.

⁽²²⁰⁾ Sul principio di parità nell'ambito della fattispecie obbligazionaria, si tornerà più specificamente nel § 3 del successivo Capitolo III.

cod. civ. La disapplicazione della disciplina in discorso non pare però avere in alcun modo inficiato la riconducibilità al “tipo” obbligazionario di tali strumenti.

Se le considerazioni di cui sopra convergono verso il riconoscimento di un ampio spazio di intervento della libertà contrattuale nella definizione degli assetti organizzativi degli obbligazionisti, occorre tuttavia precisare che, come già accennato, persiste un nucleo fondamentale di disposizioni che non attengono unicamente ai rapporti negoziali tra emittente ed obbligazionisti, ma vanno a toccare anche altri interessi, relativi a settori diversi dell’ordinamento.

Si tratta, in particolare, di quelle disposizioni che, seppure collocate negli artt. 2415 ss. cod. civ., costituiscono a ben vedere parte integrante della legge fallimentare e servono per conciliare le caratteristiche proprie dei prestiti obbligazionari con alcune procedure concorsuali, scongiurando in particolare il rischio che il (tendenziale) frazionamento dei titoli presso un numero rilevante di creditori possa pregiudicarne il buon esito od anche solo il regolare svolgimento.

È questo, ad esempio, il caso del già richiamato art. 2415, comma 1, n. 3, cod. civ., ai sensi del quale l’assemblea degli obbligazionisti è chiamata a deliberare sulle proposte di concordato ⁽²²¹⁾, disposizione che integra direttamente le norme sulle procedure di concordato e cui fanno da complemento le previsioni dell’art. 125, comma 4, l. fall. ⁽²²²⁾ che, ai fini dell’esame della proposta di concordato fallimentare, impone che la stessa sia trasmessa agli organi che hanno il potere di

⁽²²¹⁾ Sulla possibilità di ricomprendere – tra i poteri attribuiti all’assemblea ex art. 2415, comma 1, n. 3, cod. civ. – anche la competenza a deliberare circa soluzioni concordatarie alternative o concorrenti rispetto a quella proposta dalla società debitrice, si vedano le argomentazioni proposte nel Capitolo I, § 4.3, *sub* nota 97.

⁽²²²⁾ La norma prevede, più precisamente, che «[s]e la società fallita ha emesso obbligazioni o strumenti finanziari oggetto della proposta di concordato, la comunicazione [avente ad oggetto la proposta di concordato] è inviata agli organi che hanno il potere di convocare le rispettive assemblee, affinché possano esprimere il loro eventuale dissenso». Si veda, in proposito, P. VALENSINESE, *Il procedimento di presentazione della proposta di concordato fallimentare*, in P. G. De Marchi (a cura di), *Il concordato fallimentare*, Bologna, 2008, 103 ss., il quale evidenzia come dalla disposizione in discorso, nella sua formulazione *post* riforma del 2006, discenda un obbligo specifico del rappresentante comune di convocare l’assemblea degli obbligazionisti per esprimersi sulla proposta di concordato.

convocare l'assemblea degli obbligazionisti (affinché quest'ultima possa esprimere il proprio eventuale dissenso), e dell'art. 171, comma 5, l. fall., che invece prescrive la trasmissione al rappresentante comune degli obbligazionisti dell'avviso di convocazione dell'adunanza dei creditori per decidere sulla proposta di concordato preventivo.

Poiché tali disposizioni sono evidentemente funzionali al corretto svolgimento delle procedure dalle stesse contemplate, assicurando un canale unitario di interlocuzione con tutti gli obbligazionisti ed ovviando alle somme difficoltà che potrebbero derivare dall'obbligo di identificarli tutti, la loro applicazione appare *necessaria*, quand'anche le parti del rapporto di prestito abbiano convenzionalmente optato per una diversa struttura organizzativa oppure abbiano sottoposto ad una legge straniera (anche) le regole sull'organizzazione degli obbligazionisti.

Ne discende che, laddove divergente, la volontà delle parti dovrà – al verificarsi dei presupposti di attivazione delle procedure di cui alla legge fallimentare – cedere il passo alle previsioni appena richiamate. Occorrerà quindi armonizzare la volontà contrattuale delle parti del rapporto di prestito, laddove orientate a disapplicare, integrare ovvero rimodulare il modello organizzativo previsto dal legislatore per adottare schemi maggiormente confacenti alle caratteristiche proprie dell'operazione, con la necessità che taluni profili dell'organizzazione legale rimangano comunque disponibili e trovino piena applicazione in ambito concorsuale, a garanzia del regolare e corretto svolgimento delle procedure previste dalla legge fallimentare.

In questa prospettiva, laddove ad esempio il regolamento di emissione preveda la *totale* soppressione *e* dell'assemblea degli obbligazionisti, *e* del rappresentante comune, avocando poteri decisori e rappresentativi in capo a ciascun singolo obbligazionista, il contemperamento del generale principio di conservazione del contratto (art. 1367 cod. civ.), da un lato, con la natura *indisponibile* degli interessi sottesi alle norme fallimentari, dall'altro lato, imporranno di riconoscere e salvaguardare l'assetto negoziale stabilito dalle parti in via generale, ma – al

contempo – di ritenere comunque applicabili le disposizioni organizzative di natura fallimentare ove si versi in una delle procedure concorsuali sopra richiamate ⁽²²³⁾. Così, proseguendo nell'esempio appena proposto, nel caso in cui la relativa società emittente abbia presentato domanda di concordato preventivo *ex art. 161 l. fall.*, troveranno senz'altro applicazione *tutte* le disposizioni della procedura, ivi compreso l'art. 171, comma 5, l. fall. a mente del quale la convocazione dell'adunanza dei creditori per decidere sulla proposta deve *poter* essere trasmessa al rappresentante comune. In funzione di ciò, troverà così necessariamente applicazione anche l'art. 2417, comma 2, cod. civ. che consente agli amministratori della società di richiedere al tribunale competente la nomina del rappresentante comune, ove non già nominato. Naturalmente, nell'ottica del necessario contemperamento tra autonomia negoziale e profili *inderogabili* della disciplina, il rappresentante così nominato, al pari dell'assemblea che sarà chiamata a decidere sulla proposta di concordato, svolgeranno in questo caso –

⁽²²³⁾ In senso conforme, seppure con specifico riguardo al tema della sostituzione della figura del rappresentante comune con la figura del *trustee* nell'ambito delle emissioni realizzate da emittenti italiani all'estero ed assoggettate a legge inglese, cfr. L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, 254-255, secondo cui ben potrebbero gli obbligazionisti affidare la propria rappresentanza ad un *trustee* nominato secondo lo schema del *trust* di diritto inglese per ogni materia di comune interesse ed occasione di interlocuzione con la società emittente, *fermo restando* che per le competenze assegnategli dal diritto fallimentare, ove si verifichino i presupposti di attivazione delle relative procedure concorsuali, un rappresentante comune dovrà *in ogni caso* essere nominato. Ritiene parimenti indispensabile la nomina di un rappresentante comune ai fini della rappresentatività degli obbligazionisti nelle procedure di concordato, R. SACCHI, *Gli obbligazionisti*, 100 ss.; l'Autore enfatizza tuttavia la rilevanza del rappresentante comune per una ragione che esula dal generale fine di assicurare il corretto svolgimento della procedura, ritenendo che la sua presenza sia piuttosto necessaria a garantire una più forte tutela per gli obbligazionisti: «anche qualora si neghi che le funzioni di tutela degli interessi degli obbligazionisti da parte del rappresentante comune siano tali da esigere la necessità della sua presenza in ogni momento della vita della società e della persistenza del prestito obbligazionario, non si può, però, negare che queste funzioni esigano la necessità della presenza del rappresentante comune almeno in un momento, come quello ipotizzato, di particolare crisi nella vita della società e quindi di particolare pericolo per gli interessi degli obbligazionisti». Ma tale tesi non può essere qui accolta per le ragioni già esposte nel precedente § 3.2, ove si è evidenziato come la protezione degli obbligazionisti, cui pure tende la disciplina in esame, non è necessariamente assicurata per il sol tramite del modello legale suppletivamente previsto dal codice civile, posto che i mercati finanziariamente più evoluti hanno già ampiamente dimostrato come gli assetti organizzativi volontari, creati dal mercato, possano addivenire a modelli maggiormente confacenti con le caratteristiche proprie dell'emissione e dei relativi *stakeholder* e, quindi, non può, tra le altre cose, sostenersi che la mediazione di un rappresentante comune sia necessariamente più protettiva per l'obbligazionista di quanto non lo sia la nomina di un *trustee* o persino l'avocazione dei poteri rappresentativi (anche ai fini delle procedure in discorso) in capo a ciascun membro del gruppo, come potrebbe risultare conveniente, ad esempio, in ipotesi di emissione collocata presso un numero relativamente contenuto di investitori.

tenuto conto della scelta operata dalle parti – un ruolo esclusivamente endo-concorsuale ed esauriranno le proprie competenze *all'interno* della procedura in funzione della quale sono venuti ad esistenza, sicché, al di fuori di essa, continueranno a trovare piena applicazione gli assetti convenzionalmente stabiliti dalle parti.

5. Dal diritto interno al diritto internazionale privato. Riflessi della ricostruzione proposta sull'assetto organizzativo delle emissioni all'estero di società italiane.

Tenuto conto della ricostruzione sin qui operata circa l'equilibrio tra modello legale ed autonomia contrattuale nell'organizzazione degli obbligazionisti, nella prospettiva del diritto materiale interno, occorre ora chiedersi quali spazi siano riservati alla disciplina organizzativa italiana dal diritto internazionale privato, qualora un emittente italiano collochi le proprie obbligazioni sui mercati di capitali esteri.

Come già si è potuto osservare, l'ipotesi più frequente nella prassi è quella del collocamento sull'euromercato di emissioni obbligazionarie realizzate da società italiane, mediante quotazione presso la Borsa del Lussemburgo oppure la Borsa d'Irlanda. Per adeguare le condizioni dell'emissione agli *standard* diffusi su tali mercati, il relativo regolamento è tipicamente sottoposto alla legge inglese. Si tratta, allora, di comprendere, alla luce dell'analisi sulla natura della disciplina e degli interessi dalla stessa protetti, se sia possibile per un emittente italiano (che decida di collocare all'estero le proprie obbligazioni) assoggettare, oltre alle condizioni che regolano il prestito, anche *tutti* i profili inerenti l'organizzazione degli obbligazionisti ad una disciplina straniera.

A tale riguardo, la prima considerazione da svolgere è se, nella prospettiva internazional-privatistica, si versi o meno in una materia di *diritto societario*. Ai sensi dell'art. 25 della l. 218/1995, infatti, le società sono disciplinate dalla legge

dello Stato nel cui territorio si è perfezionato il procedimento di costituzione ⁽²²⁴⁾. In particolare, per quanto più di interesse in questa sede, la *lex loci incorporationis* trova *inderogabilmente* applicazione con riguardo a (i) la capacità della società (art. 25, comma 2, lett. d), (ii) la formazione, i poteri e le modalità di funzionamento degli organi (art. 25, comma 2, lett. e), (iii) le modalità di acquisto o di perdita della qualità di associato o socio, nonché i diritti e gli obblighi inerenti tale qualità (art. 25, comma 2, lett. g).

In virtù di quanto sopra, si ritiene pacificamente che tanto le norme che stabiliscono la competenza a decidere l'emissione di obbligazioni da parte della società (art. 2410 cod. civ.) quanto quelle che ne prevedono i limiti (art. 2412 cod. civ.) trovino necessariamente applicazione quando l'emittente sia italiano,

⁽²²⁴⁾ Sulle singole materie ricomprese entro la legge regolatrice della società ai sensi dell'art. 25, comma 2, l. 218/1995, si veda T. BALLARINO, *Diritto internazionale privato italiano*, Settima ed., Milano, 2011, 142 ss.; più in generale, sulle problematiche del diritto internazionale privato societario, A. SANTA MARIA, *Diritto commerciale europeo*, Terza ed., Milano, 2008, 72 ss.; G. B. PORTALE, *Riforma delle società di capitali e limiti di effettività del diritto nazionale*, in *Corriere Giuridico*, 2003, 145 ss.

Quanto al criterio della c.d. *lex loci incorporationis* occorre ricordare come quest'ultimo abbia trovato recepimento non solo nella disciplina italiana del diritto internazionale privato ma anche nell'ambito dell'ordinamento comunitario, in particolare alla luce dei noti casi *Centros* (Corte di Giustizia CE, 9 marzo 1999, causa C-212/97, *Centros Ltd c. Erhvervs-og Selskabsstyrelsen*), *Überseering* (Corte di Giustizia CE, 5 novembre 2002, causa C-208/00, *Überseering BV c. Nordic Construction Company Baumanagement GmbH*) e *Inspire Art* (Corte di Giustizia CE, 30 settembre 2003, causa C-167/01, *Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam c. Inspire Art Ltd*), nei quali la Corte di Giustizia europea ha affermato in termini via via sempre più espliciti e sicuri l'individuazione della legge dello Stato membro nel quale una società sia stata costituita quale *lex societatis* in applicazione della libertà di stabilimento sancita dagli artt. 43-48 Trattato CE (ora 49-55 TFUE), che imporrebbe – tra le altre cose – ai singoli Stati membri nei quali una società comunitaria intenda operare di riconoscerla e consentirle di operare secondo la legge propria dello Stato membro nel quale si sia perfezionato il relativo procedimento costitutivo. Tenendo conto di tale giurisprudenza, si è osservato in dottrina come la *lex loci incorporationis* sarebbe destinata a prevalere in ambito comunitario «quale *lex societatis* al di là ed a prescindere da qualsiasi ulteriore collegamento effettivo con la società e nonostante la presenza della sua sede reale e/o lo svolgimento dell'attività sociale in altri ordinamenti», con la conseguenza, tra l'altro, che – tornando al d.i.p. italiano – la seconda parte del primo comma dell'art. 25 della l. 218/95 (secondo cui la legge italiana troverebbe in ogni caso applicazione qualora in Italia (i) sia situata la sede dell'amministrazione ovvero (ii) si trovi l'oggetto sociale della società) dovrebbe a ben vedere essere applicata, rispetto a società od enti costituiti in altro Stato membro dell'Unione europea, «nei soli casi in cui ci si trovi di fronte a disposizioni rivolte alla protezione di interessi generali ed alla specifica soddisfazione di “esigenze imperative” non adeguatamente tutelate dalla *lex societatis*» (così, S. M. CARBONE, *Lex mercatus e lex societatis tra principi di diritto internazionale privato e disciplina dei mercati finanziari*, in *Quaderni europei*, n. 4, ottobre 2008, 6 ss., disponibile in http://www.lex.unict.it/cde/quaderni_europei/giuridiche/04_2008.pdf; in senso conforme, D. CATERINO, *Le società straniere in Italia*, in *Manuale di diritto commerciale internazionale* a cura di U. Patroni Griffi, Milano, 2012, 454 ss.).

ancorché l'emissione sia realizzata all'estero: si verte, infatti, su materia inerente la *capacità* della società (²²⁵).

Per comprendere se il medesimo criterio di collegamento debba trovare applicazione anche con riguardo al settore della disciplina obbligazionaria che qui interessa, e precisamente le norme sugli obbligazionisti, occorre domandarsi se le stesse attengano (a) alla organizzazione interna della società, e dunque alla nascita, ai poteri e al funzionamento dei suoi *organi* ovvero (b) alla posizione, i diritti e gli obblighi dei *soci*: entrambi tali profili sono, infatti, assoggettati alla *lex societatis* ai sensi dell'art. 25 della l. 218/1995.

Partendo allora dalla materia *sub* (a), la disciplina relativa all'organizzazione degli obbligazionisti ricadrebbe inevitabilmente nella *lex societatis* qualora si ritenesse che gli *organi* in essa previsti e normati, e precisamente l'assemblea e il rappresentante comune, siano parte integrante dell'*organizzazione interna* della società emittente.

In effetti, i dati normativi che depongono per uno stretto legame tra organizzazione degli obbligazionisti e società emittente sono senz'altro numerosi e tutt'altro che trascurabili (²²⁶). Basti ricordare il diritto del rappresentante comune degli obbligazionisti di assistere alle assemblee dei soci (art. 2418, comma 1, cod. civ.) ovvero di esaminare ed ottenere estratti del relativo libro delle adunanze e deliberazioni (art. 2422, comma 2, cod. civ.); oppure si pensi, dal versante opposto, alla facoltà attribuita agli amministratori della società emittente di convocare l'assemblea degli obbligazionisti (art. 2415, comma 2, cod. civ.) e a quella degli amministratori e dei sindaci (ovvero componenti del consiglio di

(²²⁵) Così, M. STELLA RITCHER JR., *I titoli di credito nel nuovo sistema di diritto internazionale privato*, in *BBTC*, I, 1996, 789; L. AUTUORI, *Artt. 2415 – 2420*, 251, secondo cui «non sussistono dubbi sul fatto che le regole in merito alla competenza a decidere l'emissione di un prestito obbligazionario e quelle relative al limite all'emissione dello stesso costituiscano delle regole di diritto societario, in quanto tali sottoposte alla legge italiana e non derogabili dalle parti»; conf. anche M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, in *Riv. soc.*, 2015, 630.

(²²⁶) Sottolineano lo stretto legame tra obbligazionisti ed emittente, tra gli altri, G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 491; G. NICCOLINI, *Il prestito obbligazionario*, 451; C. COSTA, *Il rappresentante comune*, 4 ss.; M. SARALE, *Le società per azioni*, 343.

gestione e di sorveglianza, secondo il modello organizzativo prescelto) di assistere alla ridetta assemblea (art. 2415, comma 5, cod. civ.).

Si tratta di disposizioni che, indiscutibilmente, attestano una tendenziale compenetrazione tra l'organizzazione interna dell'emittente e l'organizzazione propria del gruppo obbligazionario.

Ciò nondimeno, per quanto si possa tentare di enfatizzare il collegamento intercorrente tra organi sociali e organizzazione del gruppo obbligazionario, appare eccessivo affermare che la disciplina in esame abbia l'effetto di innestare tale ultima organizzazione *all'interno* della società, così facendo degli organi rappresentativi degli obbligazionisti altrettanti organi della società medesima ⁽²²⁷⁾. In verità, le disposizioni appena richiamate sembrano unicamente attestare l'esigenza di un coordinamento tra gruppo obbligazionario e società emittente, ancora una volta finalizzato a tutelare al contempo gli interessi *esterni* degli obbligazionisti, da un lato, e gli interessi della società, dall'altro lato, posto che il corretto funzionamento dell'organizzazione realizza, come più volte già si è evidenziato, *anche* l'interesse della società, nonché, più ampiamente, l'interesse generale al buon funzionamento della stessa ⁽²²⁸⁾.

⁽²²⁷⁾ Ritengono che il gruppo organizzato degli obbligazionisti rientri nell'organizzazione interna della società F. GALGANO, *Repliche in tema di società personali. Principio di maggioranza e collegialità*, in *Riv. dir. civ.*, 1964, I, 224 ss., nt. 59; ID., *Recensione a Mignoli. Le assemblee speciali*, in *Riv. dir. civ.*, 1961, I, 279 ss.; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1971, 32 ss.; R. CLARIZIA, *Assemblea degli obbligazionisti*, 320. E per ulteriori riferimenti dottrinali aderenti a tale impostazione, cfr. M. SARALE, *Le società per azioni*, 344.

⁽²²⁸⁾ In questo senso, si vedano, tra molti, G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 491-492; G. NICCOLINI, *Il prestito obbligazionario*, 451; G.L. BRANCADORO, *Art. 2415*, 949; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 32 ss., secondo cui l'organizzazione degli obbligazionisti «si pone in rapporto di alterità e indipendenza rispetto alla società», anche sulla scorta dell'osservazione che «partecipare alla vita della società è normalmente inteso come l'esercizio di funzioni legate all'esecuzione del contratto di società, esercizio cioè di funzioni relative all'attuazione dell'interesse dedotto nel contratto di società», mentre «non può ritenersi che l'interesse di cui è portatore il gruppo degli obbligazionisti venga a coincidere con questo interesse tipico del contratto di società, che è perciò l'interesse comune dei soci». Le poche pronunce giurisprudenziali sul punto tendono a negare che l'assemblea degli obbligazionisti sia un organo della società, sicché le clausole statutarie che attengano all'organizzazione degli obbligazionisti non sarebbero a questi ultimi opponibili (cfr. Trib. Alessandria, 2 aprile 1992, in *Giur. it.*, 1992, I, 2, 441; Trib. Milano, 18 settembre 1989, in *Giur. it.*, 1991, I, 2, col. 39).

Proponendo una lettura estensiva del criterio di collegamento di cui all'art. 25 l. 218/1995, si è tuttavia sostenuto che ai fini delle norme di conflitto in esame la società per azioni debba essere considerata alla stregua di una organizzazione articolata in una pluralità di gruppi, nella quale – oltre alle diverse categorie di azionisti – ricadrebbe anche il gruppo degli obbligazionisti (ovvero *i* gruppi di obbligazionisti, ove la società abbia realizzato più emissioni) ⁽²²⁹⁾, in quanto in grado di incidere in una certa misura sulla struttura organizzativa della società. A sostegno di tale argomentazione vengono in particolare ricordati i peculiari poteri attribuiti all'assemblea degli obbligazionisti in ordine alla *approvazione* di delibere dell'assemblea dei soci che determinino modifiche strutturali dell'emittente, con particolare riguardo alle operazioni di fusione (artt. 2503 e 2503-*bis* cod. civ.) e di scissione (art. 2506-*ter* cod. civ., che richiama l'art. 2503-*bis*), ma anche in occasione di proposte di concordato preventivo e fallimentare (art. 2415, comma 1, n. 3, cod. civ.).

Sulla base di tali argomentazioni, le norme concernenti l'assemblea degli obbligazionisti, quale *organo* investito per legge di poteri di *ingerenza* nella società, andrebbero ricondotte alla categoria dei «poteri e modalità di funzionamento degli organi sociali» (art. 25, comma 2, lett. e), l. 218/1995) e quindi inderogabilmente assoggettate alla *lex societatis* ⁽²³⁰⁾.

⁽²²⁹⁾ G. SCORSA, *Le obbligazioni convertibili*, 51; in senso conforme, dopo la riforma, F. FERRO LUZZI, *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 673 ss.

⁽²³⁰⁾ In questo senso, M. STELLA RITCHER JR, *I titoli di credito nel nuovo sistema*, 789; A. GARDELLA, *Art. 1*, in F. SALERNO – P. FRANZINA, *Commentario al Regolamento CE n. 593/2008 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 giugno 2008 sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali (Roma I)*, in *Nuove leggi. civ. comm.*, 2009, I, 582, secondo cui, per quanto il regolamento del prestito possa essere disciplinato da una legge diversa da quella regolatrice della società emittente, «la riconosciuta facoltà di *optio legis* al riguardo non può arrecare pregiudizio a quelle norme regolatrici della società che attengono alla sua organizzazione interna. Così ricade imperativamente nella *lex societatis* la disciplina dell'assemblea degli obbligazionisti e della sua convocazione». In senso conforme, cfr. M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile*, 654-655, secondo cui «le norme concernenti l'assemblea degli obbligazionisti – elemento indefettibile tutte le volte che si proceda all'emissione di un prestito obbligazionario e investito per legge di poteri di ingerenza *nella* società – possono essere ricondotte o alla categoria dei «poteri e modalità di funzionamento degli organi sociali (art. 25, comma 2, lett. e), l. 217/95) – qualora si accolga una nozione a-tecnica di organo – o a quella concernente i diritti e gli obblighi inerenti la qualità di socio (art. 25, comma 2, lett. g), l. 218/95) – per tali intendendo non solo i portatori di capitale di rischio, ma altresì, coloro che concorrono a finanziare stabilmente la

Tale ricostruzione non può, tuttavia, essere condivisa: pur assumendo che sia legittimo interpretare il riferimento agli “organi sociali” contenuto nella norma di diritto internazionale privato in senso ampio, così da ricomprendervi ogni organo potenzialmente in grado di incidere *nella* organizzazione della società, non pare si possa sostenere che i poteri attribuiti all’assemblea degli obbligazionisti si traducano in una simile *ingerenza* organizzativa. La possibilità di approvare le operazioni straordinarie che la società abbia deliberato di porre in essere, con particolare riguardo a quelle di fusione o scissione, non è una *prerogativa esclusiva* dell’assemblea degli obbligazionisti, essendo di contro riconosciuta a tutti i creditori sociali (art. 2503 cod. civ.) e funzionale alla disapplicazione del termine previsto per l’opposizione degli stessi. In tale contesto, l’art. 2503-*bis* serve unicamente a consentire agli obbligazionisti di esprimere analogo consenso per via assembleare e non a riconoscere al relativo organo deliberativo poteri maggiori rispetto a quelli attribuiti ad un creditore comune della società. Analoghe perplessità suscita la lettura proposta con riguardo alla competenza dell’assemblea ad approvare le proposte di concordato: anche in questo caso, l’assemblea pare perlopiù fungere da strumento mediante il quale il gruppo dei creditori obbligazionari è messo in condizioni di poter concretamente esercitare l’analogo diritto (di approvazione ovvero rigetto della proposta) attribuito ai creditori comuni ovvero alle ulteriori *classi* di creditori (nel caso di concordato *per classi*) della società.

In tutti questi casi, la competenza all’approvazione dell’operazione attribuita all’assemblea degli obbligazionisti non esprime un potere di *ingerenza* nella struttura sociale, ma piuttosto quello di rappresentare collettivamente la pozione

società, sebbene a titolo di debito, e ai quali l’ordinamento attribuisce poteri di controllo e partecipazione alla vita sociale *assimilabili* per *natura* a quelli degli azionisti – o, ancora, alle materia “tacitamente” coperte dall’elenco solo esemplificativo fornito dall’art. 25, comma 2, l. 215/98». *Contra*, seppure con argomentazioni di natura politico-economica e non prettamente giuridica, H. KRONKE, *Capital Markets and Conflict of Laws*, in *Rec. des Cours*, 2000, 351 ss., il quale osserva che se, nel settore in esame, le tensioni tra diritto societario e diritto contrattuale venissero risolte a favore del primo, ciò si tradurrebbe in un pregiudizio per le società italiane che si vedrebbero costrette a limitare l’emissione di obbligazioni al mercato italiano, oppure ad emettere all’estero solo in via indiretta, per il tramite di società *holding* o dalle stesse controllate, costituite in Paesi con legislazioni più liberali, della cui emissione le stesse diverrebbero garanti.

degli obbligazionisti, quale gruppo di creditori *esterno* alla società ma comunque in una certa misura coinvolto nelle operazioni straordinarie o riorganizzative sopra richiamate, in ragione degli effetti che le stesse possono produrre sulla capacità dell'emittente di adempiere gli obblighi originariamente assunti con l'emissione del prestito ⁽²³¹⁾. Che da tali competenze possa inferirsi una assimilazione dell'assemblea degli obbligazionisti agli organi sociali dell'emittente, sia pure nella più ampia accezione sopra richiamata, appare in verità una forzatura.

Occorre, pertanto, escludere che le norme sull'organizzazione degli obbligazionisti siano riconducibili alla categoria dei «poteri e modalità di funzionamento degli organi sociali» di cui all'art. 25, comma 2, lett. e), l. 218/1995 e, per questa via, assoggettate alla *lex societatis*.

Si è, peraltro, ricordato come tale regola di conflitto trovi applicazione *anche* in relazione all'acquisto e alla perdita della qualità di *socio*, nonché ai diritti e agli obblighi inerenti tale qualità (art. 25, comma 2, lett. g), l. 218/1995. A tale proposito, si è evidenziato ⁽²³²⁾ come la nozione di *socio* rilevante ai fini della norma qui richiamata non debba necessariamente coincidere con quella di *azionista*, ossia di portatore di capitale di rischio della società, ma possa altresì ricomprendere tutti i soggetti che concorrano a finanziare stabilmente la società, ancorché con capitale di debito, qualora la legge attribuisca loro poteri di controllo e di partecipazione alla vita sociale analoghi a quelli dei soci in senso proprio.

Sotto tale profilo, si è sostenuto ⁽²³³⁾ che gli obbligazionisti possano essere equiparati agli azionisti principalmente per un duplice ordine di ragioni: (i) da un lato, essi – al pari dei soci – forniscono all'emittente capitali funzionalmente

⁽²³¹⁾ Come opportunamente è stato osservato, «il gruppo organizzato, previsto in primo luogo per la tutela degli interessi dei portatori di obbligazioni, è autonomo nei confronti della società emittente, ma non è neppure [...] del tutto estraneo agli interessi di quest'ultima, bensì strettamente collegato alla stessa» (cfr. M. SARALE, *Le società per azioni*, 343).

⁽²³²⁾ M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile*, 654.

⁽²³³⁾ In questo senso ancora ID., *op. ult. cit.*, 641.

destinati all'esercizio dell'impresa nel lungo periodo; (ii) dall'altro lato, entrambe le categorie di *stakeholder* risultano dipendenti, per quanto concerne il soddisfacimento dei propri interessi, dalle vicende della società emittente.

Nessuna di tali argomentazioni appare tuttavia convincente.

Con riguardo al primo profilo, merita ricordare che la fattispecie obbligazionaria *non* è tipologicamente legata né allo scopo, né alla durata dell'operazione di prestito. La circostanza che si tratti, di regola, di operazioni di medio-lungo termine non preclude certamente che possano essere realizzate emissioni obbligazionarie di breve durata; allo stesso tempo, non può trascurarsi che le operazioni di prestito a medio-lungo termine prevedono, in ogni caso, un *termine* finale di rimborso allo scadere del quale la sorte capitale deve essere integralmente ripagata, per quanto possa poi discutersi se anche lo strumento c.d. *irredimibile* o *perpetuo*, ossia privo di una scadenza contrattualmente *espressa*, possa assumere la foggia di una obbligazione vera e propria ⁽²³⁴⁾. Le azioni, per contro, non ammettono una scadenza e – salve le ipotesi eccezionali di recesso del socio – possono essere liquidate unicamente in sede di scioglimento e

⁽²³⁴⁾ Sui prestiti irredimibili o perpetui in generale, si vedano M. LAMANDINI, *Perpetual notes e titoli obbligazionari a lunga o lunghissima scadenza*, in *BBTC*, 1991, I, 606 ss.; G.B. PORTALE, *“Prestiti subordinati” e “prestiti irredimibili” (appunti)*, in *BBTC*, 1996, I, 3 ss.; S. VANONI, *I crediti subordinati*, Torino, 2000, 99 ss.; A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, 108 ss. Si tratta di strumenti nei quali, pur prevedendosi una remunerazione periodica in misura fissa come è tipico della fattispecie obbligazionaria, il rimborso del capitale è esigibile alla scadenza della società ovvero, se antecedente, al momento di liquidazione (volontaria o coatta) della stessa. Tipicamente, inoltre, l'esigibilità del rimborso alla scadenza è contrattualmente subordinato al previo soddisfacimento di tutti gli altri creditori sociali per effetto di apposita clausola di subordinazione (si tratta, quindi, più propriamente di strumenti *subordinati* e irredimibili). Alla luce di tali caratteristiche, prima della riforma del 2003 gli strumenti irredimibili venivano tendenzialmente qualificati come “prestazioni di rischio”, ovvero quali forme di compartecipazione (o cointeressenza impropria) rispetto al rischio d'impresa (cfr. G.B. PORTALE, *“Prestiti subordinati” e “prestiti irredimibili”*, 6 ss.; P. G. MARCHETTI, *Le obbligazioni nel Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *BBTC*, 1994, I, 488 ss.). Successivamente alla riforma, tende invece a prevalere la tesi opposta, che non esclude la possibilità che tali strumenti assumano la foggia di obbligazioni vere o proprie principalmente muovendo dalla constatazione che il carattere irredimibile dello strumento non priva *tout court* il suo portatore del diritto ad ottenerne il rimborso, per quanto il termine di esigibilità sia inespresso e coincida (salvo liquidazione anticipata) con la durata statutaria della società (in questo senso, si veda A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, 114-115, anche per ulteriori riferimenti bibliografici sulla questione).

liquidazione dell'emittente, *dopo* il soddisfacimento di tutti i creditori sociali (ivi inclusi i portatori di obbligazioni irredimibili).

Quanto al secondo profilo, non pare corretto affermare che gli obbligazionisti sopportino economicamente il *rischio d'impresa*. Come già ampiamente argomentato nel precedente Capitolo ⁽²³⁵⁾, diversamente da quanto accade nel caso delle azioni e più in generale degli strumenti che “partecipano” al rischio d'impresa, l'emissione obbligazionaria realizza pur sempre un'operazione di *prestito* e il diritto al rimborso del capitale investito – ancorché eventualmente subordinato o postergato – costituisce la linea di confine che inevitabilmente la separa dal capitale di rischio ⁽²³⁶⁾. Per quanto la presenza di clausole di subordinazione ovvero di indicizzazione degli interessi, anche rispetto all'andamento economico della società possano accentuare il profilo di rischio dell'investimento, gli obbligazionisti continueranno comunque a vantare un diritto di *credito* e dunque alla restituzione del capitale prestato nei termini e alle condizioni pattuiti, in ciò differenziandosi dagli azionisti e dai portatori di strumenti finanziari partecipativi di tipo *quasi-equity*.

In altri termini, il gruppo degli obbligazionisti rimane «differenziato più o meno nettamente dai gruppi di azionisti delle varie categorie» ⁽²³⁷⁾, non potendosi negare che avere una “sensibilità” più o meno marcata dall'andamento economico

⁽²³⁵⁾ Si veda in particolare il § 1 del Capitolo I, nonché – per riferimenti dottrinali sulla questione – la precedente nota 6.

⁽²³⁶⁾ Come già si è osservato, la circostanza che il legislatore della riforma abbia espressamente assoggettato alla disciplina delle obbligazioni anche gli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano «i tempi e l'entità» del rimborso del capitale all'andamento economico della società emittente (art. 2411, comma 3, cod. civ.) non pare mettere in discussione tali considerazioni. Il concetto *tipologico* di obbligazione continua infatti a designare tutti – e *soltanto* – quegli strumenti che *non* esprimano alcuna partecipazione al rischio della mancata restituzione del capitale investito in dipendenza dell'andamento dell'impresa sociale. Semmai, accanto al profilo tipologico viene a delinearsi un concetto *normativo* di obbligazione, che abbraccia tutti gli strumenti finanziari sottoposti alla relativa disciplina, comprensivo quindi non solo delle obbligazioni in senso proprio (ossia quelle rappresentative di un'operazione di prestito con obbligo di rimborso) ma anche degli strumenti, comunque denominati, che non garantiscano un diritto alla restituzione del capitale, essendo quest'ultimo condizionato all'andamento economico dell'emittente. Sul punto, sia consentito rinviare alle argomentazioni più ampiamente svolte nel § 1 del Capitolo I.

⁽²³⁷⁾ Così, G. FERRI, *Le società*. 502.

dell'impresa debitrice sia cosa ben diversa dal partecipare ai relativi risultati economici in termini di ripartizione degli utili, ma *anche* di allocazione delle perdite, di bilancio ⁽²³⁸⁾. Ed anzi, è proprio in tali tratti distintivi che vanno ricercate le ragioni per cui, come sopra argomentato, l'organizzazione degli obbligazionisti (diversamente dagli organi rappresentativi delle diverse categorie speciali di azionisti) non benefici di alcun potere di ingerenza nella vita della società, neppure del limitato potere di impugnativa delle deliberazioni assembleari, che invece è riconosciuto agli azionisti di risparmio e al loro rappresentante comune, quali *stakeholder* portatori di interessi propriamente interni alla società medesima ⁽²³⁹⁾.

Scartata anche tale possibilità interpretativa, resta ancora da valutare se la disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti, per quanto non riconducibile né agli organi della società né allo *status* dei soci, non debba comunque qualificarsi come materia di diritto societario, sul presupposto che l'elenco specifico delle materie di cui all'art. 25 l. 128/1995 abbia carattere esemplificativo e non esaustivo e che il criterio di collegamento ivi previsto debba applicarsi a tutti i cc.dd. *internal affairs* della società ⁽²⁴⁰⁾.

In verità, le stesse argomentazioni che inducono a ritenere che gli organi rappresentativi degli obbligazionisti siano *esterni* alla società e non abbiano attribuzioni tali da poterne modificare gli assetti interni ed organizzativi equiparabili a quelli propri dell'assemblea degli azionisti portano ad escludere che si versi in materia di *internal affairs* dell'ente-società, nel senso poc'anzi indicato. Semmai, si tratterebbe di valutare se l'organizzazione di categoria non possa considerarsi come un ente a sé stante, di natura associativa, consortile o atipica

⁽²³⁸⁾ Cfr. in questo senso, G.F. CAMPOBASSO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 492.

⁽²³⁹⁾ In questo senso, si veda ancora G. F. CAMPOBASSO, *op. ult. cit.*, 492.

⁽²⁴⁰⁾ Cfr. A. GARDELLA, *sub* Art. 1, in F. Salerno – P. Franzina, *Commentario al Regolamento CE n. 593/2008 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 giugno 2008 sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali (Roma I)*, in *Nuove leggi. civ. comm.*, 2009, I, 579; D. A. DEMOTT, *The Internal Affairs Doctrine: Theoretical Justifications and Tentative Explanations for its Continued Primacy*, in *Harvard Law Review*, 115, 2002, 1480 ss.; T. BALLARINO, *Diritto internazionale privato*, 137 s.

(²⁴¹), e pertanto la disciplina inerente la relativa struttura ed organizzazione, i suoi *organi* (*id est*, assemblea degli obbligazionisti e rappresentante comune) nonché i diritti e doveri dei relativi *associati* (*id est*, gli obbligazionisti) inderogabilmente assoggettata alla legge del luogo in cui si sia perfezionato il procedimento di costituzione di tale ente (*lex loci incorporationis*). Interrogativo che, peraltro, porterebbe con sé l'ulteriore questione di stabilire se tale criterio individui la legislazione italiana, poiché è la legge italiana a prevederne *ipso iure* la costituzione, o piuttosto quella del luogo in cui il prestito è sottoscritto, posto che la fonte legale dell'organizzazione si integra e perfeziona con quella contrattuale mediante la sottoscrizione dei titoli (²⁴²).

Al di là di tali inconvenienti di ordine pratico, si è però già osservato come le norme sulla disciplina degli obbligazionisti abbiano finalità ben diverse dalle norme tipicamente volte a disciplinare la struttura o il funzionamento dell'ente, sia

(²⁴¹) Diversamente da quanto si è visto con riferimento all'ordinamento francese, nel quale è lo stesso legislatore a sancire espressamente che la *masse des obligataires* sia dotata di personalità giuridica (Art. L228-46 *code de commerce*, su cui si veda il precedente § 3.4), nel nostro ordinamento – in mancanza di indicazione legislativa espressa – tende a prevalere l'opinione secondo cui il gruppo degli obbligazionisti sia sprovvisto di personalità giuridica e di autonomia patrimoniale (in questo senso, cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 45 ss.; M. SARALE, *Le società per azioni* 339 s.; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 40 ss.). Risulta invece ancora non dipanato il dibattito su quale sia la vera natura giuridica dell'organizzazione, se associazione non riconosciuta, ente consortile ovvero, in via residuale, figura associativa atipica (per un approfondimento delle diverse posizioni sostenute in dottrina, cfr. M. SARALE, *Le società per azioni*, 340); su tale profilo si tornerà più ampiamente nel § 4.2 del successivo Capitolo III.

(²⁴²) Secondo l'opinione prevalente, infatti, la costituzione dell'organizzazione degli obbligazionisti, per quanto prevista *a monte* dalla legge, si perfeziona comunque per via contrattuale, al momento della sottoscrizione dei titoli obbligazionari (in tal senso, si vedano G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 493; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 204-205; R. CAVALLO BORGIA, *Società per azioni. Tomo IV. Delle obbligazioni*, 137) oppure al momento dell'effettivo rilascio dei titoli o – in caso di dematerializzazione – di registrazione degli stessi da parte dell'intermediario sul conto nominativo del sottoscrittore (in questo senso, v. invece L. BUTTARO, *Recensione a D. PETTITI, I titoli obbligazionari*, 8-9; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 49-51). Non si registra, invece, unanimità di vedute sulla necessità che, a tal fine, i titoli siano stati sottoscritti da una pluralità di soggetti. Secondo un'autorevole opinione, è irrilevante che tutti i titoli siano stati inizialmente sottoscritti da un solo soggetto, così come la circostanza che successivamente siano detenuti – per effetto di trasferimenti – da una sola persona: l'origine legale dell'organizzazione è tale da superare l'anomalia di una associazione non costituita da almeno due soggetti rendendo sufficiente la potenziale idoneità alla distribuzione pluralistica insita nella natura di titoli di credito di massa (G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 494; S. PESCATORE, *Il rappresentante comune*, 140; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 50); per contro, un'altra posizione, parimenti non trascurabile, richiede che i titoli siano stati sottoscritti da almeno due soggetti (D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 294).

esso una società od un'associazione. La disciplina in esame tende infatti, come detto, a realizzare un equilibrato temperamento tra i plurimi e sovente contrapposti centri di interesse che vengono in esistenza alla luce delle peculiarità proprie del rapporto "contrattuale" di prestito incorporato nei titoli obbligazionari. La ricostruzione dell'organizzazione alla stregua di un ente, così da ricondurre la relativa disciplina nell'ambito della *lex societatis*, sembra snaturare le finalità, le quali primariamente attengono alla gestione del rapporto contrattuale che viene ad instaurarsi tra l'emittente e la sua controparte finanziaria, spiccatamente plurisoggettiva, per quanto – lo si è già detto – diverse disposizioni della disciplina coinvolgono *anche* interessi generali, ivi compreso quello al buon funzionamento della struttura finanziaria della società, oppure svolgano sotto alcuni profili una funzione "di protezione" nei confronti degli obbligazionisti.

Muovendo da tali considerazioni, le pattuizioni del regolamento del prestito volte a regolare l'organizzazione degli obbligazionisti dovrebbero – *anche* da un punto di vista internazional-privatistico – essere valutate in un'ottica primariamente *contrattuale*, in quanto accessorie al rapporto di prestito intercorrente tra la parte finanziata (l'emittente) e il gruppo di finanziatori (ossia, gli obbligazionisti).

In questa prospettiva, la disciplina in esame ricadrebbe nell'ambito di applicazione dell'art. 57 l. 218/1995, che rinvia alla Convenzione di Roma del 19 giugno 1980 sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali, resa esecutiva con legge n. 975 del 18 dicembre 1984, cui ha fatto seguito, nell'ambito della disciplina europea, il Regolamento CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 luglio 2008 n. 593 in materia di legge applicabile alle obbligazioni contrattuali (c.d. "Regolamento Roma I"). Coerentemente con quanto originariamente stabilito dalla stessa Convenzione di Roma, l'art. 3 del Regolamento Roma I sancisce, come è noto, il principio generale della libertà di scelta in capo alle parti circa la legge applicabile ai relativi rapporti contrattuali. Pertanto, sulla scorta di tale principio, il rapporto negoziale che viene ad instaurarsi tra l'emittente e gli obbligazionisti può essere sottoposto alla legge convenzionalmente scelta ed indicata dalle parti nel regolamento del prestito. In caso di emissioni

obbligazionarie all'estero da parte di società italiane, è quindi ben possibile che il prestito sia sottoposto ad una legge straniera, ed in particolare alla legge inglese ove si tratti di emissioni collocate sull'euromercato.

Cionondimeno, occorre precisare che la riconducibilità di una determinata materia all'ambito di applicazione del Regolamento Roma I sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali *non* implica che ogni profilo del rapporto sia rimesso alla libera scelta delle parti, posto che anche in tali casi – seppure in via d'eccezione – alcune norme dell'ordinamento italiano potrebbero trovare comunque applicazione, sebbene il regolamento del prestito sia stato interamente sottoposto ad una legge straniera.

Rileva in primo luogo l'art. 16 l. 218/1995, secondo cui la legge straniera – pur validamente scelta dalle parti quale legge regolatrice del loro rapporto contrattuale – *non* troverà applicazione qualora i suoi effetti risultino contrari all'ordine pubblico; analogamente, ai sensi dell'art. 21 del Regolamento Roma I l'applicazione della legge individuata secondo i criteri di collegamento ivi previsti può comunque essere esclusa in caso di manifesta incompatibilità con l'ordine pubblico del foro.

Inoltre, ai sensi dell'art. 17 l. 218/1995 è in ogni caso fatta salva la *prevalenza* sulla legge convenzionalmente prescelta dalle parti delle cc.dd. norme di applicazione necessaria, intendendosi per tali le norme italiane che, in considerazione del loro *oggetto* e del loro *scopo*, debbono essere applicate nonostante il richiamo alla legge straniera ⁽²⁴³⁾ ⁽²⁴⁴⁾. Analogamente, lo stesso

⁽²⁴³⁾ Si tratta di quel complesso di norme, identificato in dottrina e giurisprudenza con una terminologia assai varia (norme di applicazione necessaria, norme di immediata applicazione, norme autolimitate, norme imperative) e sulla cui nozione si tornerà più specificamente a breve, che *deve* essere applicato nonostante il richiamo alla legge straniera operato secondo le ordinarie norme di conflitto italiane, sulle quali pertanto le disposizioni in discorso sono destinate a prevalere (cfr. F. MOSCONI – C. CAMPIGLIO, *Diritto Internazionale Privato e Processuale. Parte generale e obbligazioni*, 5° ed., Vol. I, Torino, 2010, 262 ss.).

⁽²⁴⁴⁾ Qualora poi il prestito obbligazionario sia sottoposto ad una normativa estera nonostante si tratti di fattispecie del tutto interna all'ordinamento italiano e dunque in mancanza di una effettiva connessione con l'ordinamento straniero prescelto in via convenzionale (si pensi al caso in cui l'emissione sia realizzata da una società per azioni italiana, quotata sul mercato regolamentato italiano dei capitali di debito (MOT) gestito da Borsa Italiana S.p.A. o comunque collocata

Regolamento Roma I fa salve, all'art. 9, le norme «il cui rispetto è ritenuto cruciale da un paese per la salvaguardia dei suoi interessi pubblici, quali la sua organizzazione politica, sociale o economica, al punto da esigerne l'applicazione a tutte le situazioni che rientrino nel loro campo di applicazione, qualunque sia la legge applicabile al contratto» secondo la scelta delle parti ⁽²⁴⁵⁾.

La definizione di «norma di applicazione necessaria» contenuta nel Regolamento Roma I sembra collocarsi ad un livello elevato che riguarda soltanto esigenze di carattere generale dell'ordinamento in questione, guardando essenzialmente a quelle norme poste a tutela dei medesimi principi che costituiscono materia di ordine pubblico per il predetto ordinamento, vale a dire quei fondamentali principi

unitamente presso investitori italiani), la scelta di legge operata dalle parti incontra un limite ulteriore, poiché è comunque fatta salva l'applicazione delle disposizioni alle quali la legge italiana «non permette di derogare convenzionalmente» (cfr. art. 3(3) del Regolamento Roma I). Si evitano, in tal modo, gli effetti distorsivi ed elusivi del c.d. *“forum shopping”*, ossia di una scelta di legge operata dalle parti in mancanza di un concreto legame con l'ordinamento prescelto e motivata soltanto dal tentativo di sottrarre la fattispecie all'applicazione delle norme inderogabili e più pervasive poste dall'ordinamento con cui vi è un legame effettivo. La nozione di norme *convenzionalmente inderogabili* si pone in linea di continuità con quella di norme *imperative* di cui all'art. 3(3) della Convenzione di Roma: si tratta, in entrambi i casi, delle norme che costituiscono un limite alla designazione volontaria della legge applicabile ai contratti meramente interni, in quanto hanno la «funzione di garantire il rispetto di determinati *standard* minimi economico-sociali, previsti a protezione della parte contrattualmente più debole» (cfr. P. DE CESARI, *“Disposizioni alle quali non è permesso derogare convenzionalmente” e “norme di applicazione necessaria” nel Regolamento Roma I*, in *Nuovi strumenti del diritto internazionale privato*. Liber Fausto Pocar, a cura di G. Venturine – S. Bariatti, Vol. 2, 2009, 260 ss., anche per un approfondimento sulla difficile distinzione tra norme non derogabili convenzionalmente e norme di applicazione necessaria).

⁽²⁴⁵⁾ La nozione di norma di applicazione necessaria contenuta nell'art. 9 del Regolamento Roma I è notoriamente ispirata alla definizione elaborata dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia europea, che aveva identificato tali norme in quelle «disposizioni nazionali qualificate da uno Stato membro come norme imperative di applicazione necessaria [...] la cui osservanza è stata reputata cruciale per la salvaguardia dell'organizzazione politica, sociale o economica dello Stato membro interessato, al punto da imporre il rispetto a chiunque si trovi nel territorio nazionale di tale stato membro a qualunque rapporto giuridico localizzato nel suo territorio» (cfr. Corte di Giustizia CE, 23 novembre 1999, causa C-369/96 e C-376/96, *Arblade e Leloup*, punto 30, successivamente ripresa in Corte di Giustizia CE, 19 giugno 2008, causa C-319/06, *Commissione c. Lussemburgo*, punto 29). In argomento, cfr. G. BIAGIONI, *Art. 9*, in F. SALERNO – P. FRANZINA, *Commentario al Regolamento CE n. 593/2008 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 giugno 2008 sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali (Roma I)*, in *Nuove leggi. civ. comm.*, 2009, I, 791; F. MOSCONI – C. CAMPIGLIO, *Diritto Internazionale Privato e Processuale*, 263; P. DE CESARI, *“Disposizioni alle quali non è permesso derogare convenzionalmente”*, 262 s.; U. VILLANI, *La Convenzione di Roma sulla legge applicabile ai contratti*, Bari, 2002, 201; N. BOSCHIERO, *Art. 17*, in *Legge 31 maggio 1995, n. 218 – Riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato*, in *Nuove leggi. civ. comm.*, 1996, 1065.

civili, politici, economici e sociali il cui rispetto è *cruciale* per l'ordinamento medesimo.

Muovendo da tale presupposto, lo sviluppo della questione proposta, tanto nella prospettiva di diritto interno, quanto in chiave internazional-privatistica, seppure indirizzato da norme e criteri interpretativi differenti, conduce ad un risultato che può dirsi “unitario”, nella misura in cui all'interprete sia comunque richiesto di valutare la natura cogente ovvero derogabile delle singole norme che compongono la disciplina organizzativa degli obbligazionisti. Ed infatti, una volta ammessa la “tendenziale” derogabilità della disciplina da un punto di vista di diritto interno, deve altresì ammettersi che tali norme *non* abbiano (tendenzialmente) quel carattere di rilevanza *cruciale* per il nostro ordinamento che ne giustificherebbe la *necessaria* applicazione per il sol fatto che l'emissione sia realizzata da un emittente italiano, persino a scapito di una differente scelta di legge legittimamente e validamente operata tra le parti del rapporto di prestito.

Pertanto, anche in considerazione della *restrittiva* nozione di norme di applicazione necessaria prevista dall'ordinamento comunitario, l'unico “zoccolo duro” della disciplina organizzativa italiana sembra potere risiedere nelle stesse norme di natura fallimentare che nella ricostruzione qui proposta sono state considerate inderogabili (nella prospettiva del diritto interno) in ragione degli interessi generali e di ordine pubblico (economico) sottesi alla disciplina concorsuale (anche con riguardo alle procedure *alternative* al fallimento), interessi che in questa prospettiva paiono giustificare la riconducibilità al, seppur ristretto, ambito di applicazione dell'art. 9 del Regolamento Roma I e dell'art. 17 della l. 128/1995 sopra richiamati.

CAPITOLO III

I CONFLITTI DI INTERESSE TRA GLI OBBLIGAZIONISTI DALL'ORGANIZZAZIONE LEGALE AGLI ASSETTI CONVENZIONALI

SOMMARIO: 1. Ancora sulla dialettica tra gruppo e individuo. Dal modello legale all'integrazione convenzionale delle prerogative di gruppo. - 2. Le modalità di deroga ed integrazione della disciplina legale quale primo presidio a tutela di ciascuna parte del rapporto di prestito. - 3. La necessaria uniformità delle condizioni del prestito obbligazionario e il pari trattamento degli obbligazionisti. - 4. Conflitti di interesse e tutela degli obbligazionisti di minoranza nel modello organizzativo legale. - 4.1 Interferenza di interessi esterni nel processo decisionale collettivo e tutela degli obbligazionisti di minoranza. - 4.2 Interessi "atipici" ed organizzazione legale: conflitto di interessi od "*oppression of minority*"? - 5. Rafforzamento delle regole di soluzione del conflitto in presenza di un'organizzazione di natura pattizia.

1. Ancora sulla dialettica tra gruppo e individuo. Dal modello legale all'integrazione convenzionale delle prerogative di gruppo.

Secondo la ricostruzione sin qui proposta, l'organizzazione degli obbligazionisti delineata nel codice civile risulta materia *tendenzialmente* disponibile e suscettibile di integrazione convenzionale ad opera delle parti del rapporto di prestito. In particolare, ferma l'applicazione, come detto necessaria, di *quelle* specifiche disposizioni che fungano da raccordo tra disciplina societaria e procedure concorsuali, società emittente ed obbligazionisti paiono liberi di stabilire contrattualmente lo schema organizzativo che meglio risponda alle concrete caratteristiche dell'emissione e del mercato nel quale le obbligazioni siano destinate a circolare, nell'ottica di facilitare la reciproca consultazione ed

interlocuzione, nonché di definire le più opportune modalità d'azione collettiva da parte del gruppo obbligazionario.

Alla luce del risultato interpretativo così acquisito, si propone ora di focalizzare l'attenzione su come la dialettica tra gruppo e individuo possa mutare per effetto dell'intervento pattizio delle parti sull'assetto di legge, in particolare laddove il processo deliberativo o comunque la decisione collettiva della maggioranza subisca l'interferenza di interessi "atipici" – nell'accezione che sarà in seguito meglio precisata – dei uno o più membri del gruppo.

Nel riconoscere la legittimità di un intervento convenzionale delle parti sull'assetto organizzativo di legge, si è detto che queste ultime paiono – tra l'altro – del tutto libere di integrare ed ampliare per via contrattuale il novero delle materie rimesse al volere della maggioranza degli obbligazionisti rispetto al novero delle competenze già assegnate dallo stesso legislatore all'assemblea ai sensi dell'art. 2415 cod. civ.

Il più ampio perimetro d'azione della maggioranza è peraltro da ammettersi tanto nell'ipotesi in cui il regolamento del prestito si limiti a prevedere una estensione convenzionale delle competenze assembleari di cui all'art. 2415, confermando (espressamente o implicitamente) l'applicazione della disciplina codicistica per ogni ulteriore profilo inerente l'organizzazione degli obbligazionisti, quanto nell'eventualità in cui, più radicalmente, le parti abbiano inteso sostituire, in tutto o in parte, le regole previste dall'art. 2415 e ss. cod. civ. con meccanismi e schemi organizzativi e decisionali di natura puramente contrattuale, eventualmente mutuati dalla "miglior prassi" sviluppatasi nei mercati finanziari di riferimento.

In entrambi i casi, il risultato pratico dell'assetto contrattualmente stabilito sarà quello di agevolare ulteriormente il raggiungimento degli obiettivi cui la stessa disciplina organizzativa di legge appare orientata ⁽²⁴⁶⁾. Ed infatti, la scelta di applicare convenzionalmente il principio maggioritario anche con riguardo a

⁽²⁴⁶⁾ Sulla natura dei plurimi e concorrenti interessi sottesi alla disciplina organizzativa di legge e sulle principali finalità ad essa riconducibili, si rinvia a quanto già esposto nel paragrafo 3 del precedente Capitolo II.

materie che – secondo la ricostruzione qui avallata ⁽²⁴⁷⁾ – dovrebbero altrimenti ritenersi assoggettate al consenso individuale di ciascun obbligazionista, quali ad esempio la rinunzia (totale o parziale) al rimborso della somma data in prestito ovvero la conversione di obbligazioni in strumenti di *equity*, si traduce, nella prospettiva della società emittente, in un rafforzamento delle relative capacità di interlocuzione con gli obbligazionisti e delle concrete possibilità di raggiungere, con la maggioranza di essi, accordi che siano vincolanti per tutti. In mancanza di una clausola del regolamento di emissione che espressamente deponga in tal senso, ogni decisione inerente i tratti *tipizzanti* della fattispecie obbligazionaria risulta esorbitare dal novero delle materie su cui l'assemblea sarebbe legittimata ad intervenire *ex art.* 2415 cod. civ., con la conseguenza che l'emittente avrebbe di *default* minori margini di manovra nella gestione del rapporto finanziario: pur a fronte di vicende economico-finanziarie che impongano una revisione di tali elementi l'emittente dovrebbe tentare di instaurare un dialogo con ciascun obbligazionista oppure, essenzialmente quale unica alternativa percorribile, ricorrere agli strumenti di soluzione concordataria della crisi d'impresa (la cui proposizione soltanto consentirebbe, secondo la ricostruzione precedentemente proposta, un più marcato ricorso al principio maggioritario in forza dell'art. 2415, comma 1, n. 3, cod. civ.).

Parimenti, volgendo lo sguardo sugli effetti della pattuizione testé ipotizzata rispetto alla posizione del “gruppo” obbligazionario, la scelta di integrare convenzionalmente le competenze della maggioranza dà luogo ad un potenziamento delle prerogative esercitabili *collettivamente* in funzione del perseguimento del *comune interesse* degli obbligazionisti, così riducendo il rischio delle esternalità negative derivanti dal disinteressamento od anche solo opportunismo dei singoli, i quali – per quanto in minoranza – potrebbero comunque pregiudicare i più in tutte le ipotesi nelle quali la materia debba, secondo l'assetto di legge, essere decisa all'unanimità, ostacolando il perfezionamento di accordi che la maggioranza ritenga necessari o convenienti

⁽²⁴⁷⁾ Si vedano in proposito le argomentazioni svolte nel paragrafo 3.2 del Capitolo I.

(²⁴⁸). Da questo angolo visuale, l'ampliamento dei poteri della maggioranza costituisce dunque uno strumento di ulteriore facilitazione dell'agire collettivo degli obbligazionisti e quindi una deroga "*in melius*" rispetto all'intento di "protezione" del gruppo obbligazionario perseguito dallo stesso legislatore.

Deve tuttavia evidenziarsi come una simile preminenza del volere della maggioranza rispetto alle prerogative individuali dei singoli obbligazionisti si giustifichi – nella logica delle dinamiche tra gruppo e individuo, come sin qui ricostruite – solo nella misura in cui tale assetto rifletta una precisa manifestazione di volontà contrattuale da parte di ciascun membro del gruppo, che consapevolmente lo abbia accettato nell'ambito dei termini e delle condizioni che regolino quella specifica emissione obbligazionaria.

Preme infatti rammentare come l'interpretazione *restrittiva* delle prerogative assegnate all'assemblea in punto di *modifica* delle condizioni del prestito (art. 2415, comma 1, n. 2) sia stata qui avallata soprattutto in ragione dell'esigenza di preservare l'*autonomia contrattuale* dei singoli obbligazionisti, quantomeno quando si tratti di disporre del *sinallagma* alla base del tipo di investimento dagli stessi prescelto (²⁴⁹). Ciò si impone, come già rilevato, anche alla luce della natura

(²⁴⁸) Si tratta di un rischio da più parti evidenziato anche nel giustificare la scelta del legislatore di adottare il metodo maggioritario in un rapporto – come quello di prestito – da cui primariamente scaturiscono diritti *individuali* di pagamento in capo a ciascun obbligazionista nei confronti della società emittente. Si è evidenziato da questo punto di vista che la regola maggioritaria servirebbe a sventare il rischio di avere i creditori di maggioranza "prigionieri" del volere della minoranza (pur essendo quest'ultima – per definizione – finanziariamente meno esposta nei confronti della società emittente). Da ciò discenderebbe allora l'esigenza di una tutela in forma collettiva degli interessi comuni degli obbligazionisti secondo il principio maggioritario (cfr. L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, 208; R. CAVALLO BORGIA, *Società per azioni. Tomo IV. Delle Obbligazioni*, 151). La sussistenza di tale rischio non giustifica tuttavia, secondo l'opinione qui espressa, una estensione illimitata dei poteri assembleari in ordine alle modifiche del prestito, il quale può subire un'alterazione a maggioranza dei propri tratti strutturali e tipizzanti (e, dunque, dei correlati diritti di pagamento degli obbligazionisti) solo col consenso di tutti, *a meno che* tale estensione non sia stata espressamente voluta o comunque contrattualmente accettata dai medesimi obbligazionisti in sede di acquisto o sottoscrizione del prestito, come argomentato nel corpo del testo.

(²⁴⁹) A tale riguardo, si è già evidenziato come lo stesso *sinallagma* (e non già meramente le *condizioni*) alla base del rapporto obbligazionario venga rimesso in discussione (almeno) in tutti i casi in cui agli obbligazionisti sia richiesto di rinunciare, in tutto o in parte, al diritto alla restituzione della somma data in prestito ovvero di accettare la conversione coattiva delle obbligazioni detenute in azioni o comunque in altri strumenti finanziari. Si rinvia, in proposito, al § 3.2 del precedente Capitolo I.

tendenzialmente “completa” del rapporto di prestito sottostante all’emissione obbligazionaria, tipicamente definito *ab origine* in tutti i suoi elementi essenziali (in termini, tra l’altro, di importo, scadenza, rendimento e garanzie accessorie) e quindi non destinato – o almeno non fisiologicamente – alla costante modifica nel corso della durata del rapporto. Una considerazione, quest’ultima, che – salvi i maggiori spazi di azione riconosciuti in ambito concorsuale – ha rappresentato nel percorso interpretativo qui tracciato una delle principali ragioni per escludere che la regola di competenza di cui al richiamato art. 2415, comma 1, n. 2, possa interpretarsi *estensivamente*, così respingendo l’orientamento secondo cui tale norma legittimerebbe di per sé la modifica da parte della maggioranza assembleare di *qualsiasi* elemento contrattuale del prestito obbligazionario.

Se però nella prima parte del presente lavoro si è evidenziata – anche alla luce di quanto appena ricordato – l’esigenza di salvaguardare l’autonomia del singolo obbligazionista, preservandone in particolare i diritti individuali di pagamento dalle decisioni assunte in via maggioritaria, occorre ora precisare come tale esigenza non paia confliggere con il riconoscimento in capo alle parti medesime della facoltà di concordare legittimamente un più ampio perimetro d’azione a favore della maggioranza stessa (sia essa rappresentata in assemblea ovvero, come detto, nella diversa forma organizzativa contrattualmente prescelta dalle parti medesime). Ed anzi, tale possibilità deve essere ammessa proprio in ragione del primato di quella stessa libertà ed autonomia contrattuale che – come ampiamente argomentato – giustifica a monte una lettura *restrittiva* delle regole di competenza assembleare, così come previste in via originaria dal codice civile.

In altri termini, in tanto può porsi un tema di equilibrio tra il *generale* principio di autonomia contrattuale e l’*eccezionale* principio maggioritario in quanto quest’ultimo sia posto dal legislatore quale metodo decisionale operante *ipso iure*, senza che vi sia stata una esplicita manifestazione di volontà in questo senso da parte dei titolari delle situazioni giuridiche soggettive da decidersi a maggioranza. Per contro, nulla osta a che il medesimo titolare della situazione giuridica soggettiva (nel caso di specie, *ciascun* singolo obbligazionista), proprio in quanto

libero di disporre come più ritenga opportuno, possa, in linea di principio, decidere e convenire di esercitare i propri diritti e poteri in via collettiva anziché individuale.

Svolte tali preliminari precisazioni, occorre quindi verificare, a completamento del presente lavoro, *come ed in che misura* la dialettica tra gruppo ed individuo sia destinata a mutare laddove lo schema organizzativo di legge sia oggetto di rimodulazione convenzionale nel senso appena descritto, ossia in caso di ampliamento pattizio delle decisioni che il gruppo di obbligazionisti può assumere a maggioranza, vincolando *anche* gli obbligazionisti dissenzienti. In particolare, si pone il quesito *se* dalla natura convenzionale del predetto assetto organizzativo possano derivare delle conseguenze in termini di maggiore o minore tutela degli obbligazionisti di minoranza, soprattutto nel caso in cui la decisione maggioritaria sia assunta in presenza di situazioni di conflitto di interesse.

Nella prospettiva testé delineata, ci si interrogherà *se* la stessa genesi contrattuale dei poteri collettivi possa di per sé arricchire le tutele dei singoli obbligazionisti e degli obbligazionisti di minoranza, rendendo applicabili i rimedi resi disponibili dalla generale disciplina dei contratti non solo a fronte di comportamenti dolosi, abusivi o comunque contrari ai generali principi di buona fede e correttezza eventualmente posti in essere dalla maggioranza (rispetto ai quali – vale la pena precisarlo sin da ora – gli obbligazionisti risultano protetti anche nell’ambito del modello organizzativo di legge), ma anche qualora l’esercizio dei ridetti poteri contravvenga agli interessi “collettivi” che l’*accordo* tra tutti i membri del gruppo abbia specificamente inteso a salvaguardare e perseguire.

2. Le modalità di deroga ed integrazione della disciplina legale quale primo presidio a tutela di ciascuna parte del rapporto di prestito.

Prima di entrare nel cuore dell’interrogativo appena prospettato, si rende opportuno evidenziare come un primo, fondamentale, presidio a favore di tutti i

membri del gruppo risieda – a monte – nelle stesse modalità con cui un assetto organizzativo (alternativo ovvero integrativo rispetto allo schema di legge) possa efficacemente essere pattuito e perfezionato in relazione ad un dato prestito obbligazionario così che risulti vincolante sia per la società, sia per tutti i portatori dei titoli.

A tale proposito, seppure con diretto riferimento ad eventuali deroghe pattizie rispetto alle regole di funzionamento dell'assemblea degli obbligazionisti e in particolare ai *quorum* ad essa applicabili in virtù del rinvio alle regole di funzionamento dell'assemblea (straordinaria) dei soci di cui all'art. 2415, comma 3, cod. civ., si è argomentato ⁽²⁵⁰⁾ che simili deroghe debbano necessariamente incontrare l'approvazione di entrambe le parti del rapporto di prestito, in quanto le regole organizzative sono poste dal legislatore nell'interesse *e* della società emittente *e* degli obbligazionisti *e*, conseguentemente, deve escludersi che possano essere rimodulate per effetto di una deliberazione unilateralmente assunta dalla società medesima.

Pur escludendo la possibilità di sopprimere o anche soltanto ridimensionare il perimetro applicativo della disciplina organizzativa di legge, sostenendone da questo punto di vista il carattere imperativo, un'altra autorevole opinione ⁽²⁵¹⁾ ha ammesso la possibilità di “affinare” convenzionalmente il modello legale, allo scopo di disciplinare aspetti che non vi abbiano trovato posto per via della

⁽²⁵⁰⁾ G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 502, il quale, in maniera del tutto condivisibile, precisa come «una deliberazione modificativa unilaterale (della società o del gruppo degli obbligazionisti) finirebbe col disporre anche di interessi altrui». Come meglio si dirà nel prosieguo del paragrafo, non pare invece possa condividersi l'opinione, pure espressa dall'Autore, secondo cui le norme di organizzazione del gruppo degli obbligazionisti possano essere ricondotte tra le «condizioni del prestito» e in quanto tali la loro modifica durante lo svolgimento del rapporto potrà avvenire con l'osservanza del procedimento assembleare maggioritario di cui all'art. 2415, comma 1, n. 2, cod. civ.

⁽²⁵¹⁾ D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 41 ss., secondo cui «una volta riconosciuto che l'assemblea possa prendere deliberazioni che paralizzino la gestione individuale degli interessi, non vi [è] ostacolo a che i poteri individuali vengano [ulteriormente] ridotti in sede di emissione di obbligazioni. La riduzione, infatti (salvo il limite della violazione di norme imperative e della conseguente nullità delle relative disposizioni e salva, per quanto concerne le eventuali disposizioni a favore dell'emittente, l'applicabilità dell'art. 1341 c.c.), non viene effettuata da parte del debitore, ma, sostanzialmente, dagli stessi obbligazionisti che, aderendo ad una determinata organizzazione, hanno voluto rinunciare al carattere individuale della loro gestione a favore del gruppo».

particolare brevità del relativo articolato. Secondo tale posizione interpretativa, successivamente avallata da altri Autori ⁽²⁵²⁾, l'integrazione convenzionale potrebbe anche condurre ad una *riduzione* dei poteri individuali degli obbligazionisti a fronte di una più ampia competenza assembleare anche in considerazione del fatto che una pattuizione di tale natura non verrebbe certamente imposta dall'emittente in via unilaterale ma andrebbe indefettibilmente documentata tra i termini e le condizioni del regolamento di emissione, il quale – sebbene predisposto dall'emittente e da quest'ultimo proposto ai potenziali investitori – è oggetto di adesione ed accettazione da parte di *tutti* gli obbligazionisti in sede di sottoscrizione del prestito.

Tale impostazione deve ovviamente essere qui condivisa: la natura della disciplina organizzativa e la pluralità degli interessi dalla stessa protetti, come sin qui ricostruiti, portano indubbiamente ad escludere che di essa possa disporre l'emittente in via unilaterale, dovendosi piuttosto ritenere a tal fine indispensabile il consenso degli obbligazionisti. Come pure – aggiungerei – è vero il reciproco, atteso che non sarà parimenti possibile per gli obbligazionisti convenire un assetto

⁽²⁵²⁾ In tal senso, si veda in particolare N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari*, 105, secondo cui il regolamento di emissione potrebbe «esplicitare il potere dell'assemblea degli obbligazionisti di deliberare modificazioni delle condizioni di prestito, che, secondo l'elaborazione della dottrina, non sarebbero rimesse alla maggioranza» posto che «una tale previsione sarebbe inserita nel regolamento di emissione al momento della deliberazione e verrebbe come tale individualmente accettata da ciascun sottoscrittore del prestito, con l'acquisto degli strumenti finanziari»; conf. anche L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, 219-220, il quale – condivisibilmente – osserva come «l'ampliamento delle competenze dell'assemblea degli obbligazionisti non vada considerato unicamente quale una concessione di un ulteriore vantaggio all'emittente, in pregiudizio dei singoli obbligazionisti, ma anche, se non soprattutto, quale disposizione volta a disciplinare un potenziale conflitto tra obbligazionisti di maggioranza e obbligazionisti di minoranza» e pertanto «nel nostro ordinamento sembra preferibile una soluzione favorevole all'ampliamento delle competenze dell'assemblea, almeno con riferimento alla possibilità di rinunciare alla restituzione di parte del capitale versato e al pagamento degli interessi, tanto quelli futuri quanto quelli maturati e non ancora pagati».

Tale approccio trova piena rispondenza anche in alcune esperienze straniere, ed in particolare nella giurisdizione tedesca ove – come già è stato osservato (v. paragrafo 3.4 del Capitolo II) – le condizioni dettate nel regolamento di emissione costituiscono la pietra angolare dell'intera disciplina organizzativa di cui al *SchVG*. Ed infatti, i sensi del § 5(1) *SchVG* è il regolamento di emissione a stabilire quale tra i modelli organizzativi legali ivi previsti possa trovare in concreto applicazione con riguardo ad una specifica emissione di titoli obbligazionari realizzata da una società di diritto tedesco e – una volta prescelto – quale sia l'estensione del potere eventualmente attribuito alla maggioranza.

organizzativo alternativo od anche soltanto integrativo rispetto a quello previsto dagli artt. 2415 e ss. cod. civ. e far sì che tale assetto sia opponibile e vincolante anche nei confronti della società emittente, senza che quest'ultima vi abbia espressamente aderito ⁽²⁵³⁾).

Quanto alle modalità di manifestazione di tale consenso, nel caso in cui la disciplina convenzionale derogatoria ovvero integrativa rispetto allo schema di legge sia proposta *ab initio* dalla società emittente tra i termini e le condizioni regolatrici dell'emissione, la stessa sarà come tale accettata *individualmente* da

⁽²⁵³⁾ In senso conforme si veda G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 502, il quale ritiene a tali fini necessaria una doppia deliberazione, posto che le norme organizzative sono poste nell'interesse di entrambe le parti. In senso contrario, sembra esprimersi invece D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 41-42, secondo cui «trattandosi di disciplina del gruppo, è da ritenere che il gruppo stesso possa modificare in prosieguo il proprio regolamento, se del caso restituendo ai membri quelle facoltà di gestione che erano state centralizzate nel gruppo stesso», sebbene poi l'Autore precisi che la modifica unilaterale da parte degli obbligazionisti sarebbe ammessa «fino al punto in cui non possa venire in giuoco un contrario interesse dell'emittente». A ben vedere però, laddove si tratti di «restituire» ai singoli obbligazionisti la disponibilità *individuale* di materie che – per regolamento – siano state inizialmente rimesse alla maggioranza, vi sarà sempre (almeno in linea teorica) un interesse confliggente della società emittente posto che da tale modifica discenderebbe l'obbligo per la società emittente di interloquire sulle ridette materie con *tutti* i membri del gruppo, ricercando il consenso di ciascuno, piuttosto che con la sola collettività degli obbligazionisti rappresentata a maggioranza. Con la conseguenza che, in tutti i casi, occorrerà richiedere il consenso dell'emittente (che, come si dirà nel prosieguo del testo, sarà – in concreto – espresso dall'organo sociale competente *ex art.* 2410 cod. civ.) ad apportare le modifiche del regolamento testé ipotizzate.

L'affermazione contenuta nel corpo del testo (sulla necessità che il regime organizzativo convenzionale, alternativo, integrativo o in deroga rispetto a quello di legge, sia oggetto di adesione anche ad opera dell'emittente) non esclude peraltro che gli obbligazionisti (od anche solo una parte di essi) possano concludere tra di loro accordi aventi ad oggetto l'esercizio dei rispettivi diritti di voto in assemblea e l'eventuale consultazione preventiva sugli argomenti volta per volta posti all'ordine del giorno ovvero su specifiche materie. Si tratterebbe, però, in tali casi di accordi di sindacato (di voto e/o di consultazione) con efficacia unicamente *inter partes*, la cui violazione potrà dare luogo ad obblighi risarcitori a carico degli obbligazionisti che – esercitando il voto diversamente da quanto concordato in sede di sindacato – si rendano inadempienti nei confronti degli altri membri aderenti al sindacato medesimo, ma non potrà *ex se* pregiudicare la validità ed efficacia della delibera assunta dall'assemblea, difettando le relative pattuizioni di ogni rilevanza *esterna* rispetto ai terzi ed alla stessa società emittente, nonché rispetto ad eventuali ulteriori obbligazionisti che non abbiano aderito ai predetti accordi.

Deve peraltro osservarsi che, nel caso in cui il regime organizzativo convenzionale sia oggetto di accordo di sindacato tra gli obbligazionisti e non altresì regolato nel regolamento del prestito obbligazionario, i successivi acquirenti dei titoli detenuti dagli obbligazionisti aderenti al sindacato vi sarebbero vincolati solo nella misura in cui vi abbiano a loro volta espressamente aderito e non già quale effetto diretto dell'acquisto dei titoli medesimi, posto che – in tale scenario – le pattuizioni organizzative (in quanto aventi natura e sede “extra-cartolare”) non costituirebbero parte integrante e sostanziale dei termini e delle condizioni del prestito oggetto di *incorporazione* nello strumento finanziario.

ciascun sottoscrittore originario, nonché da ciascun successivo acquirente, dei titoli emessi, che con la sottoscrizione o l'acquisto manifesteranno la propria adesione alle previsioni del relativo regolamento di emissione ⁽²⁵⁴⁾. Conforta, da questo punto di vista, la circostanza che – laddove le obbligazioni siano oggetto di offerta al pubblico – troveranno altresì applicazione gli obblighi informativi, di *disclosure* e di trasparenza previsti, anche sulla spinta del legislatore comunitario, dagli artt. 94 e ss. Tuf e dalle relative disposizioni regolamentari di attuazione ⁽²⁵⁵⁾, che impongono all'emittente ed all'offerente (ove diverso dal primo) di fornire ai potenziali investitori tutte le informazioni necessarie per apprezzare le caratteristiche dello strumento offerto ed effettuare consapevolmente la propria scelta di investimento. Ma soprattutto, in questa direzione muove anche la prassi

⁽²⁵⁴⁾ Significativo è che il legislatore tedesco abbia espressamente individuato il regolamento dei titoli come la sede deputata a stabilire *se e quale* regime organizzativo collettivo, tra le diverse varianti previste dal *Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen* (*Schuldverschreibungsgesetz - SchVG*) del 2009, debba essere applicato ad una determinata emissione. Inoltre, allo scopo di assicurare la piena conoscibilità del regime organizzativo proposto dalla società emittente e, quindi, una adesione consapevole da parte di ciascun obbligazionista, tale disciplina deve essere integralmente e chiaramente riportata sul certificato rappresentativo dei titoli. In tal modo, il legislatore tedesco ha posto le condizioni minime di trasparenza in presenza delle quali può ritenersi che la disciplina collettiva in concreto prescelta sia pienamente conoscibile non solo da parte degli iniziali sottoscrittori del prestito, ma anche da parte dei successivi acquirenti dei titoli emessi. Sugli ulteriori tratti salienti della disciplina organizzativa tedesca, sia consentito rinviare al paragrafo 3.4 del precedente Capitolo II.

⁽²⁵⁵⁾ La disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari si articola, come noto, in una pluralità di livelli, tra disciplina primaria e secondaria, europea e nazionale: vengono in considerazione anzitutto la c.d. "Direttiva Prospetti" (Direttiva 2003/71/CE, come successivamente modificata dalla Direttiva 2010/73/CE, dalla Direttiva 2013/50/UE, nonché, da ultimo, dalla Direttiva 2014/51/UE) e il relativo Regolamento di attuazione (Regolamento (CE) n. 809/2004, come successivamente modificato), nonché – a livello nazionale – le disposizioni del Tuf già richiamate nel corpo del testo, che hanno recepito la disciplina comunitaria, e le relative disposizioni attuative di cui al c.d. Regolamento Emittenti (Deliberazione Consob 14 maggio 1999, n. 11971). In questa sede, preme unicamente ricordare come l'intero impianto normativo e regolamentare ruoti essenzialmente intorno agli obblighi di *disclosure* posti a cari dell'emittente e dell'offerente, i quali trovano la massima espressione nella disciplina dei cc.dd "fattori di rischio" da descrivere all'interno del prospetto informativo, volti – tra l'altro – ad evidenziare al potenziale investitore ogni fattore che possa influire negativamente sull'adempimento dei diritti di pagamento incorporati nei titoli oggetto d'offerta. Ai fattori di rischio è peraltro dedicata un'apposita raccomandazione della Consob (Raccomandazione n. DEM/7105108 del 29 novembre 2007), con la quale vengono puntualmente indicati i criteri di redazione della sezione ad essi relativa, secondo i cc.dd. *disclosure standard* forniti dalla IOSCO nel 1998. Per un approfondimento sulle principali disposizioni della disciplina e dei relativi presupposti di applicazioni, si veda A. GIANNELLI – A. MATINO, *Offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in P. SFAMENI – A. GIANNELLI, *Diritto dei mercati e degli intermediari finanziari*, seconda ed., Milano, 2015, 285 ss., nonché gli ulteriori riferimenti bibliografici ivi richiamati in nota 7.

applicativa sviluppatasi sul mercato degli *eurobond*: merita infatti di essere segnalato come la gran parte dei prospetti informativi relativi ai prestiti obbligazionari (di tipo *euro medium term note*) collocati sull'euromercato da parte di emittenti italiani evidenzia specificamente – nell'apposita sezione dedicata ai cc.dd. fattori di rischio – la circostanza che la maggioranza, mediante decisioni assunte secondo il regime organizzativo previsto dai *terms and conditions* delle obbligazioni emesse ⁽²⁵⁶⁾, possa alterare o persino pregiudicare (*“adversely impact”*) i diritti individuali degli obbligazionisti ed il valore dei titoli detenuti ⁽²⁵⁷⁾.

Non può escludersi, peraltro, che l'esigenza di derogare al, ovvero integrare il, regime organizzativo di legge, ad esempio ampliando il novero dei poteri attribuiti alla maggioranza, emerga solo *successivamente* all'emissione, lungo la vita del rapporto di prestito.

⁽²⁵⁶⁾ Come già rilevato, nell'ambito di tale tipologia di emissioni obbligazionarie gli emittenti italiani tendono ad allineare i termini e le condizioni dell'emissione allo *standard* di legge inglese, adottando lo schema rappresentativo ed organizzativo del *trust* e rimettendo alla maggioranza un amplissimo novero di materie, ivi comprese – *inter alia* – le decisioni in ordine alla eventuale riduzione o persino cancellazione dei diritti di credito degli obbligazionisti, sia a titolo di restituzione della somma data in prestito, sia a titolo di corresponsione degli interessi (*«reducing or cancelling the amount of principal or the rate of interest payable in respect of the Notes»*), salvo poi precisare che tali disposizioni devono intendersi vincolanti nella misura in cui non confliggano con *«any applicable mandatory Italian law provision»*. Si rinvia, in proposito, al paragrafo 2 del precedente Capitolo II.

⁽²⁵⁷⁾ Così, ad esempio, nella sezione dedicata ai *«risk factors»* del prospetto informativo relativo agli *eurobond* emessi da Aeroporti di Roma S.p.A. nell'ambito del relativo programma *EMTN* (cfr. AEROPORTI DI ROMA S.p.A., *Prospetto relativo al Programma di Emissioni Obbligazionarie (Euro Medium Term Note Programme) per un importo massimo di €1,5 miliardi*, approvato il 28 aprile 2016), si evidenzia – tra i fattori di rischio inerenti le obbligazioni emesse nell'ambito del programma medesimo – la circostanza che, secondo il regolamento di emissione, *«the Issuer may amend the economic terms and conditions of the Notes without the prior consent of all holders of such Notes»* ed in particolare che talune previsioni dei *terms and conditions* delle obbligazioni emesse e del relativo *trust deed* *«permit defined majorities to bind all Noteholders, including Noteholders who did not attend and vote at the relevant meeting, and Noteholders who voted in a manner contrary to the majority, with the consequence that any such amendment to the Notes may include, without limitation, lowering the ranking of the Notes, reducing the amount of principal and interest payable on the Notes, changing the time and manner of payment, changing provisions relating to redemption, limiting remedies on the Notes, and changing the amendment provisions. These and other changes may adversely impact Noteholders' rights and may adversely impact the market value of the Notes»*. Analoga *disclosure* di tale assetto organizzativo, e dei fattori di rischio allo stesso connessi, è data – anche in ragione dei pervasivi *disclosure standard* diffusi dalla IOSCO e richiamati nella precedente nota 253 – negli ulteriori prospetti informativi menzionati nella precedente nota 136.

Anche in tale scenario va anzitutto esclusa la possibilità che la deroga o modifica rispetto all'assetto organizzativo originariamente applicabile sia unilateralmente decisa dall'emittente ovvero dagli obbligazionisti, rendendosi necessaria la compartecipazione di entrambe le parti per le ragioni già precedentemente esposte ⁽²⁵⁸⁾.

Per quanto concerne la ripartizione delle *competenze organiche* per l'approvazione ed il perfezionamento di una simile pattuizione, deve ritenersi che, dal lato dell'emittente, sia competente a formulare ed approvare la proposta il medesimo organo sociale competente a decidere, più a monte, in ordine all'emissione del relativo prestito, e quindi gli amministratori (in mancanza di diversa disposizione statutaria) secondo il disposto dell'art. 2410 cod. civ. ⁽²⁵⁹⁾.

Dal lato degli obbligazionisti, pare invece opportuno un distinguo tra i due differenti scenari nei quali gli stessi potrebbero essere chiamati a decidere in ordine alla deroga o modifica testé ipotizzata.

⁽²⁵⁸⁾ G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 502; N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari*, 105; L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, 219-220.

⁽²⁵⁹⁾ Tale competenza troverebbe applicazione secondo il Comitato dei Notai del Triveneto (Massima H.K.6 – 1° pubbl. settembre 2007, integralmente riportata in L. GENGHINI – P. SIMONETTI, *Codice delle società commentato con le massime notarili*, a cura di L. Genghini, Vol. 1, Milano, 2013, 140) anche con riguardo ai prestiti emessi prima dell'entrata in vigore della riforma in forza di delibera dell'assemblea straordinaria dei soci, posto che l'art. 2410 attribuisce ora agli amministratori, in via esclusiva, la competenza in ordine all'emissione di obbligazioni ordinarie (salvo che lo statuto disponga diversamente). Merita al riguardo di essere ricordato che, prima della riforma del 2003, ogni deliberazione attinente all'emissione di obbligazioni da parte di società per azioni spettava in via generale all'assemblea straordinaria (art. 2365 cod. civ., vecchia formulazione), salva la possibilità che l'atto costitutivo (o successiva modificazione dello stesso) delegasse agli amministratori la facoltà di emettere obbligazioni, subordinatamente a determinati limiti temporali e quantitativi (sulla *ratio* di tale previgente impostazione, cfr. M. SARALE, *Le società per azioni. Obbligazioni*, 142; P. G. MARCHETTI, *Art. 16*, in AA. VV., *Modificazioni alla disciplina delle società per azioni, in accomandita per azioni, a responsabilità limitata e cooperative, in attuazione della direttiva del Consiglio delle Comunità europee n. 77/91 del 13 dicembre 1976, ai sensi della l. 8 agosto 1985, n. 412*, commentario a cura di P. G. Marchetti, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1988, 123 ss.). In tale contesto, si era affermato che ogni modifica rispetto all'organizzazione applicabile *ex lege* agli obbligazionisti dovesse essere approvata dall'assemblea (straordinaria) dei soci dell'emittente (cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 502), ma deve senz'altro ritenersi che – nel rinnovato contesto normativo – la competenza sia traslata *in via generale* in capo all'organo amministrativo, seguendo simmetricamente la competenza all'emissione di cui al novellato art. 2410 cod. civ. e solo in via d'eccezione – ove previsto dallo statuto o dall'atto costitutivo – all'assemblea dei soci.

Qualora si tratti di introdurre *ex novo* nel regolamento di titoli già emessi clausole in deroga ovvero integrative rispetto alla disciplina legale sino a quel momento integralmente applicata, si renderà ragionevolmente necessario il consenso unanime di tutti gli obbligazionisti e la decisione non potrà essere rimessa alla maggioranza assembleare. Ritengo che tale conclusione si imponga per (almeno) un duplice ordine di ragioni.

Anzitutto, non si tratterebbe di una *modifica* delle *condizioni* del prestito obbligazionario, come tale riconducibile nell'ambito della materia di competenza assembleare di cui all'art. 2415, comma 1, n. 2, ma piuttosto di introdurre nuove regole di funzionamento del gruppo che, più propriamente, attengono allo *svolgimento* del rapporto di prestito e sono semmai convenute in *funzione* di eventuali modifiche alle relative condizioni ⁽²⁶⁰⁾: le regole organizzative pertengono, in altri termini, alla legittimazione e alla modalità di esercizio dei diritti incorporati nei titoli e non già al contenuto dei diritti medesimi ⁽²⁶¹⁾.

In secondo luogo, per quanto potrebbe argomentarsi che si versi in ogni caso in una materia di «*interesse comune*» per tutti gli obbligazionisti (come tale rientrante nell'ambito di competenza di cui al numero 5) della richiamata disposizione), una simile conclusione avrebbe delle implicazioni sistematicamente non accettabili, posto che verrebbe così attribuito alla stessa maggioranza assembleare il potere di avocare a sé, in pregiudizio dei diritti individuali degli obbligazionisti di minoranza, poteri ulteriori rispetto a quelli riconosciuti dallo stesso legislatore (ivi compreso, seppure in linea puramente teorica, quello di alterare i tratti tipizzanti del prestito già emesso e sottoscritto). Il tutto con l'ulteriore facilitazione che, non trattandosi – come detto – di una modifica delle condizioni del prestito nell'accezione di cui al numero 2) dell'art. 2415, comma 1,

⁽²⁶⁰⁾ Di avviso contrario parrebbe invece l'opinione espressa da G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 502, secondo cui «anche le norme di organizzazione del gruppo degli obbligazionisti possono ricondursi, sotto il profilo dell'integrazione legislativa, fra le condizioni del prestito», per quanto – occorre precisare – tale argomentazione fosse, nella ricostruzione svolta dall'Autore, per lo più funzionale ad escludere (in ciò, condivisibilmente) che tali norme potessero essere oggetto di modifica unilaterale ad opera dell'emittente, sostenendo invece la necessità che ogni decisione in merito venisse approvata *anche* da parte degli obbligazionisti.

⁽²⁶¹⁾ In questo senso, G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 17.

non si renderebbe neppure necessario l'ottenimento di un consenso con il *quorum* "rafforzato" di cui al secondo comma della stessa norma.

Conseguentemente, anche allo scopo di preservare – ancora una volta – l'autonomia contrattuale degli obbligazionisti, deve ritenersi che la decisione di modificare lungo la vita del prestito il regime organizzativo ad essi applicabile debba necessariamente constare del loro unanime consenso.

Più articolata appare l'ipotesi in cui lo schema organizzativo di legge sia stato sin dall'origine oggetto di deroga o integrazione convenzionale mediante l'inserimento di apposite clausole nel regolamento di emissione e, lungo la durata dell'operazione, sorga l'esigenza di intervenire nuovamente su tali pattuizioni, alterando gli assetti originariamente stabiliti. In tal caso, occorrerà infatti anzitutto fare riferimento alla volontà espressa dalle parti all'interno del regolamento di emissione ed indagare se il regolamento non disciplini puntualmente anche tale ipotesi, se del caso attribuendo alla maggioranza tale potere decisionale ovvero rimettendo la materia all'unanimità. Ove manchi una specifica previsione in tal senso, deve ragionevolmente ritenersi che ogni variazione dell'assetto originariamente convenuto sia anche in tale scenario assoggettata al volere di tutti, in applicazione del generale principio di autonomia contrattuale delle parti, in virtù del quale il modello convenzionale maggioritario trova applicazione entro i limiti delle competenze specificamente rimesse alla maggioranza ai sensi del regolamento di emissione.

3. La necessaria uniformità delle condizioni del prestito obbligazionario e il pari trattamento degli obbligazionisti.

Al di là delle modalità, vincolate, con cui qualsiasi deviazione convenzionale dal modello organizzativo di legge possa essere validamente pattuita tra l'emittente e gli obbligazionisti, anche allo scopo di assicurare che questi ultimi ne siano effettivamente a conoscenza e l'abbiano consapevolmente accettata, un ulteriore

fondamentale presidio a tutela di ciascun membro del gruppo obbligazionario sembra discendere dalle stesse caratteristiche *strutturali* dei titoli obbligazionari emessi da società per azioni.

Come già in più occasioni ricordato, si tratta di titoli di credito *di massa*, emessi *in serie* e rappresentativi di eguali frazioni di un'*unitaria* operazione di prestito. La delibera di emissione di obbligazioni fissa quindi unitariamente le condizioni giuridiche ed economiche dell'operazione di prestito, pur prevedendo la creazione di una pluralità titoli di credito nei quali la stessa risulta pertanto frazionata. Tali titoli daranno luogo, a loro volta, a plurimi e distinti rapporti di credito tra la società e i loro rispettivi portatori ⁽²⁶²⁾ e potranno essere oggetto di autonome vicende traslative, ma continueranno in ogni caso a rappresentare frazioni tra di loro *omogenee* di una più ampia operazione finanziaria (di regola, spiccatamente) plurisoggettiva ⁽²⁶³⁾.

Affinché non vengano meno gli originari aspetti caratterizzanti dell'operazione, deve essere pertanto preservata lungo la vita del prestito quella *identità di contenuto* tra i titoli obbligazionari oggetto della medesima emissione che ne attesta la creazione *in serie* e, al contempo, la riconducibilità ad un'unica operazione di prestito. Come correttamente è stato osservato ⁽²⁶⁴⁾, ogni modifica

⁽²⁶²⁾ Come osservato da G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 383, la visione pluralistica del prestito obbligazionario (nel senso che lo stesso dia vita a tanti rapporti di credito con la società emittente per quanti siano i soggetti titolari delle obbligazioni emesse) si lascia preferire rispetto alla ricostruzione che invece ravvisa una situazione di contitolarità dal lato attivo di un rapporto di credito unitario (cfr. in proposito D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 22 ss., che peraltro rigetta tale orientamento), purché tuttavia «non si sottovaluti in sede di ricostruzione della disciplina che l'operazione presenta anche aspetti propriamente unitari» posto che «i prestiti obbligazionari di società per azioni danno vita a crediti distinti ma non completamente autonomi».

⁽²⁶³⁾ Come già da tempo autorevolmente chiarito da T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli*, 38 ss., e più di recente ribadito da G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 16 s.

⁽²⁶⁴⁾ In questo senso, S. GALLI, *Osservazioni in tema di modificazioni*, 511 ss., secondo cui «la parità di trattamento è ciò che distingue il prestito obbligazionario dall'usuale contratto di mutuo: soltanto il primo è caratterizzato dal fatto di essere rappresentato da titoli di credito di massa, emessi in serie, fungibili e dotati di eguali caratteristiche. Colui che sottoscrive il prestito deve quindi poter contare sul fatto di essere trattato alla pari di ogni altro obbligazionista»; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 24, secondo cui l'organizzazione degli obbligazionisti discenderebbe proprio dalla necessità, comune a tutti i sottoscrittori del prestito, «che venga ad esplicarsi un'attività diretta a garantire il permanere dell'unitarietà dell'operazione, e cioè a garantire l'osservanza dell'uniformità delle condizioni di creazione (dei titoli), a cui la

delle condizioni originariamente fissate nel regolamento d'emissione, per essere coerente con i tratti tipologici della fattispecie, dovrà necessariamente riguardare l'intero prestito e, per l'effetto, trovare applicazione in via *uniforme e paritaria* su tutte le posizioni creditorie incorporate nei titoli che lo rappresentino.

Tale affermazione resta valida anche nell'ipotesi in cui il potere di approvare modifiche a maggioranza discenda non già direttamente dalla legge, ma dall'assetto organizzativo contrattualmente prescelto dalle parti, posto che in alcun caso potrà ritenersi legittimamente assunta dalla maggioranza degli obbligazionisti una decisione che sia vincolante per tutti ma abbia quale effetto quello di modificare i diritti e le condizioni incorporati in alcuni soltanto dei titoli facenti parte della medesima operazione di prestito ovvero di apportare modifiche tra di loro *non* uniformi al contenuto dei titoli stessi. Mentre la libera contrattazione può condurre – come qui sostenuto – ad *integrare* le competenze della maggioranza ricomprendendovi anche modifiche dei tratti *tipizzanti* del prestito, non può revocarsi in dubbio che le modifiche così approvate dovranno in ogni caso riflettersi *omogeneamente* su tutti i titoli oggetto dell'emissione, con conseguente trattamento *paritario* di tutti i portatori dei titoli medesimi.

Ed anzi, secondo un orientamento ⁽²⁶⁵⁾, l'*uniformità* di contenuto dei titoli obbligazionari (in quanto elemento necessario perché gli stessi continuino a qualificarsi come titoli di credito *di massa*, cioè di eguale ammontare e contenuto) non potrà essere alterata neppure col consenso unanimemente espresso da parte di tutti gli obbligazionisti perché si verrebbe in tal modo ad alterare la fattispecie prestito obbligazionario, secondo gli elementi tipici delineati dagli artt. 2410 ss. cod. civ.

società si è obbligata, perché ciò è funzionale alla soddisfazione dei relativi diritti di credito»; ed in senso conforme, si vedano anche G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 495; T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli*, 28 ss.; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 227.

⁽²⁶⁵⁾ G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 125; nel senso che tali tratti non siano modificabili a maggioranza (ma senza prendere posizione sulla possibilità che modifiche possano essere così convenute con il consenso unanime di tutti gli obbligazionisti) cfr. G. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 497; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 227.

Pur dovendosi condividere che il requisito di uniformità costituisca presupposto indefettibile della fattispecie obbligazionaria, la posizione appena ricordata risulta tuttavia troppo radicale: un conto è infatti negare che la maggioranza possa stabilire modifiche differenziate rispetto a titoli obbligazionari appartenenti alla medesima emissione e quindi aventi in origine le medesime caratteristiche (specie laddove ciò si traduca in uno strumento di penalizzazione degli obbligazionisti di minoranza, ponendo a loro carico le modifiche deteriori), altro è escludere che tale risultato possa essere raggiunto per accordo unanime di *tutte* le parti coinvolte nel rapporto di prestito. Coerentemente con quanto sin qui sostenuto, deve piuttosto ritenersi che col consenso di tutti (emittente e singoli obbligazionisti) – sebbene *solo* in tal modo – possano essere convenute anche le più radicali modifiche delle originarie condizioni del prestito obbligazionario, ivi incluse quelle che possano comportare il totale o parziale abbandono della fattispecie per il venir meno di uno o più dei suoi tratti tipizzanti: del resto, una simile conseguenza può derivare non solo dalla pattuizione di modifiche *non* omogeneamente applicabili a tutti i titoli appartenenti alla medesima emissione (con conseguente scissione dell’iniziale operazione unitaria in tante nuove fattispecie per quante saranno le nuove serie di titoli risultanti dalle modifiche stesse), ma anche dall’alterazione di qualsiasi ulteriore elemento *strutturale* della fattispecie, come avverrebbe ad esempio nel caso in cui sia decisa la conversione di obbligazioni ordinarie in azioni o strumenti finanziari di altra natura.

In dottrina è dibattuta *anche* la possibilità che un singolo obbligazionista concordi bilateralmente con la società emittente modifiche delle condizioni del prestito, seppure limitatamente ai titoli dallo stesso detenuti ⁽²⁶⁶⁾. Ponendo l’accento sulla

⁽²⁶⁶⁾ Il quesito riguarda, evidentemente, le eventuali modifiche *cartolari*, ossia quelle dirette ad alterare l’originario contenuto del *titolo*, mentre si tende a riconoscere la facoltà in capo all’emittente e al singolo obbligazionista di gestire liberamente il proprio rapporto in via extra-cartolare, mediante pattuizioni *particolari* che tuttavia potranno semmai dare luogo a eccezioni personali (non assumendo rilevanza alcuna rispetto al rapporto disciplinato *in via cartolare*) (cfr., in questo senso, D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 37). A ben vedere, però, anche con riguardo alle modifiche particolari ma extra-cartolari si potrebbe porre un problema di ammissibilità sotto un diverso profilo, e precisamente quello della *parità di trattamento* di cui si dirà a breve nel testo, in particolare laddove si tratti di emissioni obbligazionarie “aperte” e, in quanto tali, assoggettate alla disciplina del Tuf.

permanenza dei poteri di azione individuale attestata dall'art. 2419 cod. civ., sembra prevalere la tesi secondo cui – fino a che ciò non confligga con deliberazioni assunte dall'assemblea – il singolo obbligazionista possa concordare separatamente modifiche alle *condizioni* che regolino i titoli in suo possesso ⁽²⁶⁷⁾: a seguito della modifica, però, si ritiene concordemente che quei titoli non saranno più parte della medesima operazione di prestito obbligazionario (e non può escludersi che cessino anche di qualificarsi *per se* come “obbligazioni”) e quindi non attribuiranno più al loro portatore la qualità di membro dell'organizzazione degli obbligazionisti.

Il presupposto di *uniformità* delle condizioni dei titoli appartenenti alla medesima operazione di prestito implica, spostando il punto di osservazione dall'*oggetto* (il titolo) al *soggetto* (l'obbligazionista) dell'investimento, che le modifiche tempo per tempo concordate tra la società emittente e il gruppo obbligazionario trovino *eguale applicazione* nei confronti di tutti gli obbligazionisti ⁽²⁶⁸⁾, sebbene naturalmente gli effetti delle ridette modifiche saranno per ciascun obbligazionista proporzionali rispetto all'ammontare delle obbligazioni dallo stesso detenute.

La condizione di *parità di trattamento* che viene così ad imporsi si carica poi di un preciso significato precettivo, ove si tratti di prestiti obbligazionari quotati ovvero che siano stati ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati. La vigente disciplina dei mercati finanziari impone infatti agli emittenti di strumenti

⁽²⁶⁷⁾ In questo senso, si vedano T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 520 s.; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 254 (ma secondo tale Autore le modifiche individuali sarebbero ammissibili fintantoché non comportino un aggravamento della posizione della società rispetto alle originarie condizioni del prestito, e quindi solo se *in peius* per l'obbligazionista); G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 123 s.; *contra*, S. PESCATORE, *Il rappresentante comune*, 132.

⁽²⁶⁸⁾ Nell'ordinamento tedesco tale principio è espressamente previsto dallo stesso legislatore quale limite entro cui può svolgersi l'autonomia contrattuale delle parti del rapporto obbligazionario, nel definire e modulare gli assetti organizzativi degli obbligazionisti applicabili una data emissione tra le diverse opzioni alternative rese disponibili dal *SchVG* del 2009 (si veda, in proposito, il § 4 del *SchVG* secondo cui «*Der Schuldner muss die Gläubiger insoweit gleich behandeln*», ossia “l'emittente deve trattare paritariamente i portatori dei titoli” nell'ambito di eventuali modificazioni dei relativi termini e condizioni).

finanziari quotati di assicurare il medesimo trattamento a *tutti* i portatori dei predetti strumenti che si trovino *in identiche condizioni* ⁽²⁶⁹⁾.

Il principio è affermato in via generale dall'art. 92, comma 1, Tuf ma conosce altresì una serie di declinazioni specifiche recepite in ulteriori disposizioni della disciplina dei mercati finanziari, seppure non sempre afferenti ai rapporti tra società e portatori degli strumenti finanziari quotati dalla stessa emessi. Tra le menzionate disposizioni vale la pena di ricordare gli artt. 95 e 98-*quater*, Tuf, in materia di appello al pubblico risparmio, ove si delega la Consob a stabilire le modalità di svolgimento dell'offerta «anche al fine di assicurare la parità di trattamento tra i destinatari»; l'art. 103 Tuf, in tema di offerte pubbliche di acquisto e scambio, secondo cui «l'offerta è rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari dei prodotti finanziari che ne formano oggetto», che costituisce un punto di riferimento importante anche per vagliare la legittimità delle cc.dd. “*exit consent solicitation*” eventualmente realizzate da emittenti italiani rispetto ai titoli obbligazionari collocati sul mercato (sulle quali si tornerà più oltre in maggior dettaglio); ma anche l'art. 132 Tuf, relativo all'acquisto di azioni proprie e della società controllante, ai sensi del quale tali acquisti «devono essere effettuati in modo da assicurare la parità di trattamento tra gli azionisti, secondo le modalità stabilite dalla Consob con proprio regolamento»: sebbene tale norma sia direttamente ed unicamente riferita alle azioni, deve condividersi l'opinione secondo cui la parità di trattamento, intesa quale eguaglianza di opportunità,

⁽²⁶⁹⁾ Sul principio di parità previsto dalla disciplina del mercato mobiliare, si vedano, tra molti, C. ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 3 ss.; M. MONTANARI, *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, I, 1996, 899 ss.; M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 92*, in *La disciplina delle società quotate. Commentario*, a cura di P. G. Marchetti - L.A. Bianchi, Milano, 1999, 12 ss.; F. M. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, 180 ss.; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007; S. SARDELLI, *Gioielli e principio di parità di trattamento degli azionisti: un connubio impossibile?*, in *Giur. comm.*, 2016, 4, parte I, 516 ss.; A. RUSSO, *Commento all'art. 92*, in M. FRANTINI – G. GASPARRI, *Il Testo Unico delle Finanze*, Tomo II, Torino, 2012, 1029 ss.; F. M. MUCCIARELLI, *Articolo 92*, in *Commentario T.U.F. – Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni. Tomo I, Artt. 1-101*, a cura di F. Vella, Torino, 2012, 867 ss.; P. MASI, *Parità di trattamento*, in *Testo unico delle Finanze, Tomo II, Emittenti*, a cura di G. F. Campobasso, Torino, 2002, 751 ss.

imponga all'emittente di applicare meccanismi analoghi anche in caso di operazioni di riacquisto di obbligazioni proprie ⁽²⁷⁰⁾.

In tale contesto, si è ritenuto che il principio di parità di trattamento rappresenti un criterio generale di *indirizzo* del comportamento dell'emittente con riguardo ai diritti di *natura patrimoniale* dei portatori di strumenti finanziari quotati, specialmente in relazione alle «aspettative di guadagno che sempre si accompagnano all'investimento in strumenti sui mercati quotati (c.d. *capital gain*), ovvero l'aspettativa in ordine alle condizioni ed alle opportunità di vendita sul mercato dello strumento finanziario» ⁽²⁷¹⁾.

Soprattutto laddove il principio di parità sia interpretato in senso “forte”, postulandone l'applicazione a favore di tutti i soggetti titolari della medesima tipologia di strumento finanziario, sulla base delle caratteristiche proprie dello stesso ⁽²⁷²⁾ e non già a beneficio dei soli investitori che – oltre a detenere lo stesso tipo di strumento – abbiano anche caratteristiche soggettive simili (parità c.d. “debole”) ⁽²⁷³⁾ lo stesso costituisce evidentemente un importante presidio a tutela degli obbligazionisti di minoranza rispetto alla bontà (nel merito) di eventuali mutamenti delle originarie condizioni dell'investimento che possano essere tempo per tempo concordati tra la società emittente e gli obbligazionisti di maggioranza.

Tra le categorie di atti che devono essere effettuati nel rispetto del richiamato principio di parità la dottrina annovera, peraltro, non solo le modificazioni degli

⁽²⁷⁰⁾ In questo senso, F. M. MUCCIARELLI, *Articolo 92*, 871 s.

⁽²⁷¹⁾ G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza*, 205 s.; F.M. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento*, 199.

⁽²⁷²⁾ In questo senso, M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 92*, 17, il quale critica la tesi della “parità debole” rilevando come la stessa esporrebbe i portatori degli strumenti proprio a quel tipo di abusi che l'art. 92 mira a prevenire, consentendo che siano operate distinzioni di trattamento sulla base di qualità soggettive, peraltro basate su criteri non chiaramente specificati. Secondo l'Autore, piuttosto il principio di parità deve operare anche con riguardo a portatori di strumenti finanziari diversi qualora rispetto ad una determinata operazione della società emittente tali soggetti versino comunque *in identiche condizioni*. Sul punto, cfr. anche F. M. MUCCIARELLI, *Articolo 92*, 1035 s.

⁽²⁷³⁾ In tal senso, S. FABRIZIO, *sub art. 92*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 545.

originari assetti dei diritti e degli obblighi connessi con la detenzione dello strumento finanziario ⁽²⁷⁴⁾, che dovranno quindi essere proposte ed applicate in via uniforme per tutti i portatori degli strumenti, ma anche il caso in cui l'emittente intenda estinguere anticipatamente il prestito obbligazionario, riacquistando le obbligazioni ⁽²⁷⁵⁾, nel qual caso l'offerta di riacquisto dovrà essere effettuata secondo meccanismi analoghi a quelli previsti dalla Consob (in attuazione dell'art. 132 Tuf) per l'acquisto di azioni proprie.

4. Conflitti di interesse e tutela degli obbligazionisti di minoranza nel modello organizzativo legale.

Occorre ora interrogarsi se, nell'ipotesi in cui le parti del rapporto di prestito abbiano convenuto di integrare od anche sostituire convenzionalmente – secondo le modalità sopra illustrate – il modello organizzativo di cui al codice civile ed abbiano, per questa via, rafforzato i poteri della maggioranza (ad esempio, rimettendo all'assemblea materie *ulteriori* rispetto a quelle di cui all'art. 2415 cod. civ.), tali pattuizioni implicino una traslazione *integrale* del potere decisionale sulle materie interessate dalla sfera individuale degli obbligazionisti alla sfera collettiva di gruppo (operante secondo il principio maggioritario) ovvero se la legittimità dell'azione collettiva – pur prevista *ex contractu* – soggiaccia in ogni caso ad alcuni limiti, posti a tutela dei singoli membri del gruppo o comunque degli obbligazionisti dissenzienti ma in minoranza.

Si è già avuto modo di ricordare, nella prima parte del presente lavoro ⁽²⁷⁶⁾, che la principale preoccupazione della dottrina, nell'interrogarsi sulla corretta

⁽²⁷⁴⁾ Così, seppure con diretto riferimento alle azioni e ai diritti e agli obblighi derivanti dal contratto sociale, C. ANGELICI, *Parità di trattamento*, 8 ss.; conf. F. M. MUCCIARELLI, *Articolo 92*, 1037. Il principio trova però indubbiamente analoga applicazione a ogni modifica del contenuto di qualsiasi strumento finanziario quotato, ancorché diverso dall'azione.

⁽²⁷⁵⁾ F. M. MUCCIARELLI, *Articolo 92*, 871 s.

⁽²⁷⁶⁾ Si veda, in proposito, il paragrafo 3.2 del Capitolo I.

interpretazione dei poteri dell'assemblea degli obbligazionisti in rapporto ai diritti individuali degli stessi, è essenzialmente ravvisabile nel pericolo di un utilizzo *abusivo* o comunque *pregiudizievole* del principio maggioritario da parte degli obbligazionisti che detengano la quota di partecipazione maggioritaria nel prestito obbligazionario, in danno dei con-creditori di minoranza.

Nel sistema organizzativo tracciato dal legislatore, tralasciando solo per un momento le interferenze che possano discendere dall'attuazione di regole organizzative di natura convenzionale, tale rischio può essenzialmente emergere in due diverse ipotesi.

Il primo scenario è quello in cui, all'interno del gruppo obbligazionario, coesistano due diverse tipologie di creditori: (a) creditori legati all'emittente dal solo rapporto di prestito sottostante all'emissione e (b) creditori che con quest'ultimo intrattengano legami ulteriori, siano essi di natura finanziaria (in quanto finanziatori ad altro titolo o detentori di obbligazioni emesse nell'ambito di altre operazioni di provvista realizzate dalla medesima società), di natura commerciale (essendo al contempo fornitori, clienti o comunque controparti commerciali dell'emittente) o di altra natura, ivi compreso l'eventuale legame, di natura partecipativa, derivante dalla detenzione di azioni o strumenti finanziari partecipativi emessi dalla società ovvero quello scaturente da eventuali cariche sociali o rapporti di lavoro in essere con la stessa ⁽²⁷⁷⁾. In tale contesto, la presenza di relazioni "esterne" rispetto a quella obbligazionaria dà luogo a posizioni diversificate e ad un potenziale (ma verosimile) disallineamento di interessi tra gli obbligazionisti appartenenti al medesimo gruppo tali per cui questi ultimi, ove chiamati a decidere collettivamente su determinate modifiche richieste dalla società, adotteranno ragionevolmente criteri di valutazione differenti circa l'opportunità (o meno) di darvi seguito ed i costi e benefici alle stesse connessi.

⁽²⁷⁷⁾ Cfr. in proposito B. LIU, *Exit Consents in Debt Restructurings*, 13 febbraio 2017, disponibile su <https://ssrn.com/abstract=2916453>, 19, il quale evidenzia come proprio tali ulteriori relazioni con l'emittente potrebbero avere a monte influito sulla stessa decisione dell'obbligazionista di investire in quel determinato prestito obbligazionario, sottoscrivendone i titoli al momento dell'emissione ovvero acquistandoli successivamente sul mercato secondario.

Basti pensare al caso in cui sia proposta da parte dell'emittente una dilazione dei termini di pagamento ⁽²⁷⁸⁾ od anche una riduzione del credito ⁽²⁷⁹⁾ vantato dagli obbligazionisti: laddove il raggiungimento di tali accordi sia funzionale, nella prospettiva dell'emittente, ad una ripresa dell'ordinaria attività commerciale e d'impresa, le modifiche proposte saranno verosimilmente valutate con maggior favore da parte degli obbligazionisti che intrattengano con la società emittente anche rapporti di natura commerciale, finanziaria ovvero partecipativa e con minor favore da parte degli obbligazionisti che non abbiano tali ulteriori relazioni con la società e ritengano più protettivo conservare intatte le proprie ragioni di credito anziché approvare modifiche di per sé peggiorative delle originarie condizioni del prestito quando la società sia ancora "tecnicamente" *in bonis* o comunque richieda un sacrificio agli obbligazionisti al di fuori di una procedura di soluzione concordata della crisi *in concorso* con tutti gli ulteriori *stakeholder* della stessa.

La seconda ipotesi è invece quella in cui, al di là di ogni possibile interferenza sul processo deliberativo di interessi *esterni* rispetto a quelli propri dell'obbligazionista in quanto tale, la deliberazione approvata dalla maggioranza produca – anche solo in concreto – effetti pregiudizievoli unicamente a carico degli obbligazionisti di minoranza dissenzienti: uno scenario, quest'ultimo, che tipicamente si manifesta in sede di ristrutturazione *non* concorsuale del prestito obbligazionario, ed in particolare – come meglio si vedrà in seguito – nell'ambito

⁽²⁷⁸⁾ Come evidenziato da V. SANGIOVANNINI, *Rimborso del prestito obbligazionario e conflitto fra obbligazionisti*, in *Giur. merito*, 2011, 1857 ss. e a p. 1859 «con riferimento alla possibile proroga del prestito obbligazionario, il conflitto fra società e obbligazionisti si acuisce: se è vero che la prima ha necessità di trattenere più a lungo le risorse che erano state originariamente prestate, può capitare che gli obbligazionisti – dal canto loro – non possano attendere più oltre, avendo necessità di ottenere la pronta restituzione. Il conflitto può [...] essere interno, nel senso che alcuni sono favorevoli alla proroga, mentre altri vogliono il rispetto delle pattuizioni originali».

⁽²⁷⁹⁾ Resta fermo, in tale ipotesi, il necessario distinguo a seconda del *titolo* da cui origina la ragione di credito oggetto di riduzione, al fine di comprendere se la stessa sia (come è nel caso del diritto alla percezione degli interessi) ovvero *non* sia (come nel caso del diritto alla restituzione della somma data in prestito) nella disponibilità della maggioranza assembleare *ex art.* 2415, comma 1, n. 2, cod. civ., secondo la ricostruzione proposta nel paragrafo 3.2 del precedente Capitolo I.

di particolari operazioni di *liability management* proposte dallo stesso emittente che mirano allo scambio (*exchange*) di obbligazioni già emesse con titoli di nuova emissione tramite procedure di raccolta del consenso degli obbligazionisti comunemente note come «*exit consent solicitation*» ⁽²⁸⁰⁾.

Nell'uno e nell'altro caso, si pone il tema di valutare (i) in via preliminare, *se e come* l'ordinamento protegga gli obbligazionisti di minoranza dall'interferenza di interessi "atipici" di cui siano portatori obbligazionisti che abbiano concorso, in modo determinante, all'adozione della decisione collettiva ovvero da delibere pregiudizievoli per la sola minoranza nell'ambito del modello organizzativo di legge e quindi (ii), *se e come* l'integrazione o sostituzione pattizia di tale modello organizzativo possa corroborare i meccanismi di tutela di norma disponibili agli obbligazionisti di minoranza.

⁽²⁸⁰⁾ Si tratta di una tecnica – molto nota e sviluppata sia nel mercato dei capitali inglese sia nel mercato statunitense – che essenzialmente mira ad incentivare gli obbligazionisti di un determinato emittente ad accettare nuove obbligazioni, o strumenti finanziari di altro tipo, in cambio dei titoli obbligazionari già detenuti. La modalità con cui tale risultato è raggiunto prevede essenzialmente (i) l'offerta di riacquisto / scambio (*exchange*) rivolta da parte dell'emittente a *tutti* gli obbligazionisti avente ad oggetto i titoli da questi ultimi detenuti a fronte della consegna di altri strumenti finanziari (tipicamente, obbligazioni di nuova emissione) e, al contempo, (ii) una condizione, parte dell'offerta medesima, che vincola gli obbligazionisti che intendano aderire all'offerta di riacquisto / scambio ad esprimersi contestualmente a favore di una modifica (di regola, altamente peggiorativa) delle condizioni del prestito pre-esistente. Ove la maggioranza degli obbligazionisti aderisca all'offerta (e quindi si esprima altresì a favore della modifica del prestito) il risultato concretamente raggiunto dall'emittente sarà quello di una ristrutturazione complessiva del prestito, senza passare per un vero e proprio accordo di ristrutturazione: da un lato, infatti, il prestito che rimanga in essere ai sensi della precedente emissione obbligazionaria con la minoranza che non abbia aderito all'offerta di *exchange* sarà stato modificato per volontà degli obbligazionisti di maggioranza aderenti all'offerta; dall'altro lato, per effetto dell'*exchange* i *nuovi* termini che regoleranno il rapporto con la maggioranza saranno quelli previsti dai titoli offerti in cambio dall'emittente. Tali procedure sono oggetto di spiccato interesse sia da parte degli accademici, sia da parte degli specialisti del settore, soprattutto in ragione delle diverse correnti giurisprudenziali sviluppatesi, come si vedrà a breve, nel corso degli ultimi anni in merito alla loro legittimità sia nell'ordinamento inglese sia in quello statunitense (si vedano, tra gli altri, B. LIU, *Exit Consents in Debt Restructurings*, 13 febbraio 2017, disponibile su <https://ssrn.com/abstract=2916453>; M. JARZEMSHKY, *Caesars Takes Aim at Law Aiding Creditors*, in *The Wall Street Journal*, 6 dicembre 2015; S. C. GILSON – K. JOHN – L. LANG, *Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default*, in *Journal of Financial Economics*, 27, 1990, 315 ss.; per un approfondimento della tecnica derivata di "reverse exit consent" cfr. M. GULATI – J. ZETTELMEYER, *Making a voluntary Greek debt exchange work*, in *Capital Markets Law Journal*, 2012, 7, 168 ss.).

4.1 *Interferenza di interessi esterni nel processo decisionale collettivo e tutela degli obbligazionisti di minoranza.*

Muovendo dal primo degli scenari appena ipotizzati, occorre premettere che il conflitto di interessi, per tale intendendosi l'interferenza sul processo decisionale collettivo di interessi "atipici" dei votanti, ossia – riprendendo l'efficace espressione adoperata da un Autore – di «loro interessi non in quanto appartenenti alla collettività che decide a maggioranza, ma come terzi»⁽²⁸¹⁾, non trova puntuale regolamentazione all'interno delle norme del codice civile dedicate all'organizzazione degli obbligazionisti, fatta eccezione per l'ipotesi di obbligazioni detenute dalla medesima società emittente, disciplinata – come si dirà a breve – dall'art. 2415, comma 4, cod. civ. Alla luce di ciò, almeno in tutti i casi in cui il regolamento di emissione *non* preveda alcuna deroga od integrazione convenzionale della disciplina organizzativa, gli strumenti di reazione rispetto a tale possibile interferenza (diversa da quella specificamente riconducibile all'identità soggettiva tra emittente ed obbligazionista) devono essere ricostruiti interpretativamente.

Deve peraltro osservarsi, in via preliminare, come una questione di "conflitto di interessi" possa porsi all'interno dell'organizzazione degli obbligazionisti, così come delineata dal legislatore, solo nella misura in cui si interpreti l'*interesse comune* (al cui perseguimento l'assemblea – come detto – è preordinata⁽²⁸²⁾) come una *sintesi* degli interessi individuali dei creditori facenti parte del gruppo nella loro qualità di titolari delle obbligazioni, ovvero dell'interesse a percepire il

⁽²⁸¹⁾ R. SACCHI, *Lupi e conflitto di interessi*, 55. L'interesse "atipico", così definito ed individuato, potrebbe infatti alterare il meccanismo maggioritario, minandone i fondamentali presupposti di legittimità, ponendosi in concorso od in contrasto con l'interesse proprio di ciascun obbligazionista in quanto tale, ravvisabile – secondo la definizione di D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 34 – ne «l'interesse tipico del creditore al puntuale rispetto degli obblighi assunti da parte della società debitrice».

⁽²⁸²⁾ Come già osservato (cfr. paragrafo 2 del Capitolo I), qualunque sia l'interpretazione data al concesso di "interesse comune" non può dubitarsi che il modello organizzativo legale sia preordinato alla sua migliore realizzazione e che lo stesso costituisca al contempo *presupposto* e *limite* degli ambiti di competenza ad essa attribuiti dal codice civile. In questo senso, si vedano, tra gli altri, G. FERRI, *Le società*, 509; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 223 ss.; G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 488; R. CAVALLO BORGIA, *Società per azioni*, 151; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 98.

pagamento delle somme previste dal regolamento del prestito nei tempi e nei modi ivi fissati ⁽²⁸³⁾. Ove, invece, si ritenga – come pure è stato sostenuto – che l'*interesse comune* degli obbligazionisti debba intendersi come l'interesse a che permanga inalterata «l'uniformità e l'unitarietà delle posizioni individuali derivanti dalla titolarità delle obbligazioni» ⁽²⁸⁴⁾, non potrebbe configurarsi alcun *conflitto* rispetto agli eventuali interessi *atipici* prima tratteggiati, posto che l'interferenza di tali interessi nel processo deliberativo potrà semmai alterare nel *merito* la decisione finale (in punto di convenienza ed opportunità della decisione nella prospettiva degli obbligazionisti in quanto tali) ma non il fatto che i relativi effetti si producano in maniera omogenea su tutti i titoli oggetto dell'emissione (e quindi su *tutte* le posizioni *individuali* di credito in essi incorporate), come l'interesse comune, nell'accezione da ultimo menzionata, richiederebbe.

Entrando ora nel cuore della questione, come accennato la disciplina positiva si occupa espressamente del solo scenario in cui il conflitto di interessi discenda dalla detenzione di obbligazioni da parte della medesima società emittente: ai sensi dell'art. 2415, comma 4, cod. civ., infatti, la società emittente *non* può partecipare alle deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti per le obbligazioni da essa eventualmente possedute ⁽²⁸⁵⁾.

⁽²⁸³⁾ Cfr. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 34 ss. In proposito, si è già avuto modo di precisare, nel § 3 del Capitolo I, che tale lettura della nozione di "*interesse comune*" può essere condivisa solo ove intesa in senso *dinamico*, e quindi come l'interesse ad ottenere, tempo per tempo, il migliore soddisfacimento possibile rispetto alle obbligazioni originariamente assunte dall'emittente, tenuto conto delle sue mutate condizioni economico-finanziarie durante la vita del prestito, e non già in senso *statico*, ossia come l'interesse all'adempimento nei termini originari di cui al regolamento di emissione, ciò che di fatto ostacolerebbe ogni possibilità di intervento assembleare su qualsiasi *condizione* del prestito medesimo.

⁽²⁸⁴⁾ G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 28 ss.; conf., S. PESCATORE, *Il rappresentante comune*, 127.

⁽²⁸⁵⁾ Si è osservato, in proposito, che la sterilizzazione del voto prevista dall'art. 2415, comma, 4, cod. civ. discende non solo dalla situazione di conflitto di interessi derivante dalla potenziale contrapposizione tra l'interesse della società e quello proprio dei creditori obbligazionari, ma anche e soprattutto «perché, in detta ipotesi, non potendo nella stessa persona coesistere la veste del debitore con quella di creditore di se medesima (art. 1253), dovendosi d'altra parte tener conto della persistenza del titolo di credito e della possibilità che esso ritorni in circolazione, è a ritenere che fino a quando durerà il suo possesso da parte della società, il rapporto da esso rappresentato sia

Per quanto però il legislatore si sia occupato della sola fattispecie di conflitto appena ricordata, in dottrina ⁽²⁸⁶⁾ si tende ad escludere che *ogni* ulteriore situazione conflittuale all'interno del gruppo obbligazionario resti irrilevante ai fini della validità della delibera e debba conseguentemente ritenersi assorbita dal preminente principio maggioritario. Si è argomentato, al riguardo, che – seppure non espressamente richiamato tra le disposizioni applicabili all'assemblea degli obbligazionisti – l'art. 2373 cod. civ. debba, quale espressione di un principio di carattere generale, trovare applicazione anche in ambito obbligazionario ogni qualvolta un obbligazionista (diverso dalla società emittente) versi in una situazione di conflitto rispetto all'interesse comune tipico degli altri membri del gruppo. In questa prospettiva, secondo una linea interpretativa ⁽²⁸⁷⁾, la delibera di modifica delle originarie condizioni del prestito potrà essere impugnata dagli obbligazionisti dissenzienti *ma* in minoranza qualora *(i)* assunta con il voto favorevole (e determinante) di obbligazionisti che siano al contempo azionisti della società od anche, più in generale, creditori ad altro titolo della società medesima e *(ii)* la modifica così deliberata torni a vantaggio della società e/o di tali creditori. Ad ulteriore sostegno della tesi, si è invocato il richiamo generale

in stato di quiescenza» (P. GRECO, *Lezioni di diritto commerciale*, Torino 1944, 232; conf. M. SARALE, *Le società per azioni. Obbligazioni*, 397).

⁽²⁸⁶⁾ Così, secondo G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 503, la circostanza che l'art. 2415, comma 4, cod. civ. sia la sola disposizione della disciplina organizzativa ad occuparsi specificamente dell'esercizio del voto nell'assemblea degli obbligazionisti non preclude l'applicazione dell'art. 2373 cod. civ. «allorquando il titolare di obbligazionisti (diverso dalla società) si trovi in analoga posizione di conflitto rispetto all'interesse comune di quel determinato gruppo di obbligazionisti». In senso conforme, si vedano anche D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 242 ss., il quale prospetta l'impugnabilità della delibera assunta dall'assemblea degli obbligazionisti ove sia stata presa con il voto determinante di soggetti in conflitto; G. FRÈ – R. CAVALLO BORGIA, *Società per azioni*, 80-81, secondo cui la sterilizzazione del voto di cui all'art. 2373 cod. civ. dovrebbe applicarsi «anche nel silenzio della legge avrebbe dovuto ugualmente osservarsi in base ad un principio generale applicabile in tutti i casi in cui una deliberazione debba essere assunta con il sistema maggioritario»; M. SARALE, *Società per azioni. Obbligazioni*, 398; L. AUTUORI, *Artt. 2415-2420*, 219 ss. *Contra*, V. COLUSSI, voce *Obbligazioni di società*, 6, secondo cui la circostanza che l'art. 2373 cod. civ. abbia quale parametro di riferimento l'interesse della società ne rende – *de facto* – difficile l'applicazione nel contesto dell'assemblea degli obbligazionisti che nasce per il perseguimento di interessi di diversa natura (quale risulta in particolare l'interesse *comune* degli obbligazionisti, comunque lo stesso sia ricostruito in via interpretativa).

⁽²⁸⁷⁾ Il riferimento corre ai medesimi Autori e contributi richiamati nella precedente nota 286.

alle regole di funzionamento dell'assemblea straordinaria dei soci di cui all'art. 2415, comma 3, cod. civ., che legittimerebbe anche sul piano formale l'applicazione della disposizione sul conflitto di interessi di cui all'art. 2373 cod. civ. ⁽²⁸⁸⁾.

Se quello appena ricordato è l'orientamento prevalente in dottrina, le rare pronunce giurisprudenziali che hanno affrontato la questione tendono, però, ad escludere o comunque a circoscrivere marcatamente la possibilità che la delibera assunta dall'assemblea degli obbligazionisti sia proficuamente oggetto di impugnazione per conflitto di interessi fuori dai casi di cui all'art. 2415, comma 4, cod. civ. Anzitutto, con riguardo alla disposizione appena citata, appare significativo che la giurisprudenza abbia in più occasioni interpretato *restrittivamente* il relativo ambito di applicazione, persino escludendo che la stessa possa applicarsi in via analogica anche nei confronti di eventuali azionisti della società che al contempo siano titolari di obbligazioni dalla stessa emesse ⁽²⁸⁹⁾.

⁽²⁸⁸⁾ M. SARALE, *Nota a Tribunale di Milano, 18 settembre 1989*, in *Giur. It.*, 1991, I, II, 39-40.

⁽²⁸⁹⁾ Cfr. Trib. Mantova, 15 novembre 2010 (ord.), in *Giur. merito*, 2011, 1855 ss., con nota di V. SANGIOVANNINI, secondo cui «la legge non vieta agli azionisti che siano anche obbligazionisti di partecipare alle delibere dell'assemblea degli obbligazionisti, imponendo tale divieto solo alla società per le obbligazioni da essa eventualmente possedute (art. 2415 comma 4 c.c.)»; Trib. Milano, 18 settembre 1989, in *Giur. it.*, 1991, I, 39, con nota di M. SARALE, ove invece si evidenzia che l'art. 2373 «fa divieto alla società di partecipare alle deliberazioni per le obbligazioni da essa possedute, mentre è irrilevante la partecipazione dei soci siano essi quelli della società emittente del prestito obbligazionario siano quelli di una società controllante». Seppure in un *obiter dictum*, in altra pronuncia (App. Milano, 17 novembre 1998, in *Società*, 1999, 194 ss.) i giudici milanesi avevano per contro affermato che «un conflitto di interessi può ben astrattamente prospettarsi – ed andrebbe quindi verificato in concreto – nel caso in cui la maggioranza deliberativa degli obbligazionisti sia formata da soci amministratori».

A ben vedere, l'interpretazione *restrittiva* dei giudici di merito meriterebbe una riflessione in più quantomeno nelle ipotesi di conflitto – verosimilmente le più eclatanti e potenzialmente foriere delle più evidenti anomalie rispetto al regolare svolgersi del processo di deliberazione collettiva degli obbligazionisti – scaturenti dalla circostanza che una parte delle obbligazioni sia detenuta da soci di maggioranza o comunque di controllo nella società emittente, i quali tenderanno naturalmente a valutare eventuali proposte di modifica delle condizioni del prestito nella prospettiva propria di un investitore “*equity*” e non già nei panni propri di un creditore, secondo logiche realisticamente volte al migliore perseguimento dell'interesse sociale piuttosto che dell'interesse “tipico” del creditore obbligazionista.

In particolare, appare evidente che in tali casi la *deviazione* dall'interesse proprio degli obbligazionisti sarà non dissimile da quella derivante dalla detenzione di obbligazioni da parte della medesima società emittente, ciò che parrebbe schiudere le porte ad una applicazione *estensiva* od *analogica* dell'art. 2415, comma 4, cod. civ., almeno sotto il profilo della *ratio*

Anche più recentemente, una pronuncia del Tribunale di Milano ⁽²⁹⁰⁾, pur riconoscendo che – in linea teorica – dalla lettura del combinato disposto degli artt. 2373, 2475-ter, comma 4, e 2479-ter cod. civ. emerga un generale principio che vale a regolare le ipotesi di conflitto di interessi nelle decisioni di *ogni* organo assembleare o collegiale, ha poi fatto di tale principio un’applicazione assai peculiare.

Ai fini dell’annullamento della delibera, è stata infatti ritenuta non sufficiente la sussistenza dei presupposti di attivazione della regola di prevenzione / soluzione del conflitto di cui all’art. 2373 cod. civ. (*id est*, voto determinante da parte dell’obbligazionista in conflitto di interessi e sussistenza di un pregiudizio derivante in capo ai concorrenti per effetto della delibera così approvata). Si è invece affermata la necessità che il danno causato dall’obbligazionista in conflitto derivi da un «esercizio abusivo, in malafede, contrario al divieto del *neminem laedere*, o, in altri termini, esclusivamente diretto a procurare danno» agli obbligazionisti di minoranza.

normativa. Corre però l’obbligo di rilevare come una simile ricostruzione appaia allo stato difficilmente percorribile, quantomeno *de iure condito*, posto che l’art. 2415, comma 4, cod. civ. sembra costituire una disposizione di carattere *eccezionale* (ponendo un *divieto* in deroga rispetto al diritto di partecipazione alle deliberazioni assembleari facente capo, in via generale, a tutti i portatori di titoli obbligazionari) ed in quanto tale difficilmente suscettibile di applicazione analogica od estensiva alla luce del principio sancito dall’art. 14 disp. prel. cod. civ.

⁽²⁹⁰⁾ Cfr. Trib. Milano 12 febbraio 2014, in *Società*, 11, 2014, 1191 ss., con nota di R. COLOMBO, secondo cui l’eventuale invalidità della delibera per conflitto di interessi sarebbe subordinata «sia alla dimostrazione della posizione di conflitto di interessi posta in capo all’obbligazionista di maggioranza [...], e al carattere determinante del voto, sia alla prova del danno arrecato ai medesimi creditori dalla decisione di esprimere voto favorevole [...], inteso, tale danno, come esercizio abusivo, in malafede, contrario al divieto di *neminem laedere*, o, in altri termini, esclusivamente diretto a procurare danno al ricorrente quale obbligazionista di minoranza». In altre parole, secondo la ricostruzione operata dai giudici milanesi, occorrerebbe la prova «che il voto di maggioranza è stato univocamente diretto a provocare la lesione dei diritti della minoranza, perché rivolto al conseguimento di interessi estranei alla tutela del credito degli obbligazionisti» per quanto – merita evidenziarlo – il ragionamento non appaia *in parte qua* sufficientemente rigoroso: un conto è la condotta univocamente volta a pregiudicare la minoranza (comportamento sanzionato anche nell’ordinamento anglosassone e – come si vedrà a breve nel corpo del testo – stigmatizzato come “*oppression of minority*” dalle Corti inglesi), altro è la sussistenza di interessi in conflitto in capo ad uno o più obbligazionisti che, pur senza alcun intento doloso nei confronti della minoranza, possano contribuire alla formazione di un orientamento di voto diverso da quello che ragionevolmente avrebbero avuto in mancanza di essi e nel perseguimento dei soli interessi tipici di creditore obbligazionario.

Tale impostazione giurisprudenziale non pare però centrare l'obiettivo proprio delle regole di sterilizzazione del voto in conflitto, che è – più in radice – quello di reagire all'interferenza di interessi atipici in un processo decisionale collettivo che dovrebbe tendere alla migliore realizzazione di un interesse *comune* a tutti i votanti, a prescindere dall'elemento psicologico e soggettivo di colui che versi nella situazione di conflitto. Non basta infatti la sussistenza di un oggettivo conflitto di interessi in capo al votante e la sua dannosità in concreto per l'interesse comune “tipico” del gruppo chiamato ad esprimersi a maggioranza: andando oltre quanto previsto dall'art. 2373 cod. civ., secondo la ricostruzione appena richiamata occorrerebbe altresì che la conseguenza dannosa derivi da una condotta *intenzionalmente* pregiudizievole dell'interesse “tipico” del concreditore, secondo un paradigma che – a ben vedere – *non* è quello proprio del conflitto di interessi, ma piuttosto quello dell'*abuso* del diritto scaturente dall'applicazione dei generali principi di correttezza e buona fede di cui agli artt. 1175 e 1375 cod. civ.

Vale peraltro la pena di osservare come tale orientamento giurisprudenziale trovi un riscontro non trascurabile sul piano comparatistico. Nell'esperienza inglese, in particolare, la dottrina teorica ed applicativa ⁽²⁹¹⁾ tende ad escludere che i

⁽²⁹¹⁾ Come evidenziato in dottrina, con riguardo alle emissioni di legge inglese «*bondholders voting at a general meeting are not bound to disregard their own interests but are entitled to vote in whatever way they think for themselves. Resolutions are generally valid to bind minority*» (cfr. P. R. WOOD, *Law and Practice*, 188; conf. M. KAHAN – B. TUCKMAN, *Do Bondholders Lose from Junk Bond Covenant Changes?*, in *Journal of Business*, 1993, 66, 499 ss.; S. M. SMITH – H. SHARPE, *An Offer You Can't Refuse: When Does Coercion of a Group to Accept a Proposal Constitute Oppression of the Minority?*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2014, 29, 288 ss.; B. LIU, *Exit Consents in Debt Restructurings*, 3 ss.). In giurisprudenza (*Goodfellow v Nelson Line Liverpool Limited* [1912] 2 Ch 324), si è affermato che «*[t]he powers conferred by the trust deed on a majority of debenture-holders must, of course, be exercised bona fide, and the Court can no doubt interfere to prevent unfairness or oppression, but, subject to this, each debenture-holder may vote with regard to his individual interests, though these interests may be peculiar to himself and not shared by debenture-holders*». In altri termini, il principio che sembra emergere è che i *bondholder* possano anche votare al fine di inseguire propri interessi *particolari*, benché tali interessi non siano condivisi anche dagli altri obbligazionisti, e dunque non potrebbe ritenersi invalida una delibera assembleare per il solo fatto che la stessa sia stata assunta con il voto determinante dell'obbligazionista portatore di tali interessi particolari, purché il voto non sia stato espresso in maniera abusiva, ossia – come meglio si vedrà in seguito – in via preordinata alla realizzazione di un pregiudizio ad esclusivo carico della minoranza (c.d. *oppression of minority*).

noteholder siano tenuti a tralasciare i propri interessi particolari ed egoistici quando chiamati a votare in assemblea, sostenendo che gli stessi possano invece esprimere legittimamente il proprio voto nella maniera ritenuta più opportuna *anche* in considerazione della loro *particolare* posizione *vis-à-vis* la società emittente. L'unico limite posto dai giudici inglesi è quello dell'*abuso* della maggioranza, da cui derivi una vera e propria «*oppression of minority*»: ossia il caso in cui, contrariamente a quanto imposto dai generali principi di buona fede e correttezza, il voto sia stato espresso in assemblea allo scopo di produrre, in modo consapevole, un danno alla minoranza a fronte di vantaggi che – in ragione del voto così espresso – siano riservati esclusivamente alla maggioranza (²⁹²).

Muovendo dal limite eccezionale della c.d. *oppression of minority* la *High Court* londinese ha infatti di recente scardinato una prassi notoriamente diffusa tra gli emittenti dei cc.dd. *eurobond* (emissioni obbligazionarie rette dalla legge inglese), ossia quella di procedere alla ristrutturazione del prestito obbligazionario mediante raccolta dei cc.dd. *exit consent*. In particolare, nel noto caso *Assénagon* (²⁹³) l'emittente aveva proposto ai propri obbligazionisti di aderire ad una offerta

(²⁹²) In questo senso, cfr. *Redwood Master Fund Ltd v TD Bank Europ Ltd and Others* [2002] ALL ER (D) 141; *Re Holders Investment Trust Ltd* (Ch.D.) [1971] 1 W.L.R. 583.

(²⁹³) *Assénagon Asset Management S.A. vs Irish Bank Resolution Corporation Limited* [2012] EWHC 2090 (Ch) (27 July 2012). In particolare, nel caso in questione la banca irlandese Anglo Irish aveva proposto, nel contesto di un più ampio piano di ristrutturazione extra-concorsuale del debito, lo scambio dei *bond* emessi con *bond* di nuova emissione ad un rapporto di conversione (*exchange ratio*) di 5 a 1, a condizione che gli obbligazionisti aderenti all'offerta accettassero contestualmente di modificare le condizioni del prestito esistente dando all'emittente la facoltà di estinguerlo anticipatamente con il pagamento della simbolica cifra di un centesimo di euro per ciascun *bond* del valore nominale di un euro. Data la critica situazione di dissesto finanziario in cui versava la banca ed il timore di "subire" la sostanziale cancellazione del credito incorporato nei *bond* detenuti, l'*exchange offer* aveva riscontrato l'adesione del 90% degli obbligazionisti ma la delibera modificativa così assunta è stata oggetto di (vittoriosa) impugnazione da parte dell'obbligazionista Assénagon, dissenziente ma in minoranza. La decisione delle Corti inglesi è stata accolta molto criticamente dagli specialisti del settore, ma le critiche paiono per lo più mosse da ragioni meta-giuridiche e in particolare dalla circostanza che la stessa metta a repentaglio tale tecnica "volontaria" di *liability management* convogliando gli emittenti verso soluzioni concorsuali di *restructuring* del debito (si veda, in proposito, M. DORAN – S. LEE, *Bond Exit Consents: No Way Out?*, in *PLC Magazine*, 30 agosto 2012, reperibile su <http://uk.practicallaw.com/5-521-0774?sd=plc>; S. M. SMITH – H. SHARPE, *An Offer You Can't Refuse: When Does Coercion of a Group to Accept a Proposal Constitute Oppression of the Minority?*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2014, 29, 288 ss.; S. DUNLOP, *Liability Management: Exit Consents and Oppression of the Minority*, *Clifford Chance Client Briefing*, 31 July 2012, reperibile su

di scambio delle obbligazioni dagli stessi detenute con obbligazioni di nuova emissione. Senonché, come tipicamente accade nell'ambito di tali tecniche di "ristrutturazione" indiretta del prestito, l'emissione delle nuove obbligazioni e, quindi, il perfezionamento dello scambio veniva subordinato alla circostanza che gli stessi obbligazionisti aderenti all'offerta si fossero altresì espressi in assemblea a favore di una proposta di modifica altamente peggiorativa delle condizioni del prestito obbligazionario pre-esistente, la quale – ove approvata dalla maggioranza dei *noteholder* – avrebbe necessariamente esplicitato i propri effetti solo a carico degli obbligazionisti *non* aderenti all'offerta medesima e, razionalmente, contrari all'approvazione delle modifiche peggiorative del prestito già detenuto. Tale *modus procedendi* è stato ritenuto illegittimo dalla Corte inglese in quanto «*oppressive and unfair*» nei confronti della minoranza dei *bondholder* che non avesse aderito all'offerta di *exchange* ⁽²⁹⁴⁾. E tale conclusione – si noti – prescinde

www.cliffordchance.com/briefings/2012/07/liability_managementexitconsent_san.html). Si è peraltro obiettato che nel caso delle procedure di *exit consent* non possa configurarsi un "abuso di maggioranza" nell'accezione in cui tale fattispecie – almeno nell'ordinamento inglese – dovrebbe essere interpretata, posto che «*in a typical oppression scenario, there is a definitive holder or a group of holders who constitute the majority before any challenged decision is made*» (cfr. B. LIU, *Exit Consents in Debt Restructurings*, 17). In altri termini, secondo tale interpretazione l'*abuso* della maggioranza richiederebbe una consapevolezza *a monte* in capo all'obbligazionista di maggioranza ovvero al gruppo di obbligazionisti che, agendo di concerto, raggiungano il *quorum* di maggioranza rispetto ad una data decisione da assumere collettivamente, circa il fatto che tale decisione arrecherà pregiudizi in capo alla minoranza (in questo senso, vengono ricordati i casi *Hackettstown (Hackettstown Nat Bank v D G Yuengling Brewing Co.*, 74, *Federal Reporter*, 1896) e *British America Nickel (British America Nickel Corp Ltd v MJ O'Brien Ltd* [1927] AC 369), nei quali l'obbligazionista di maggioranza aveva consapevolmente approvato modifiche pregiudizievoli per i portatori dei titoli in quanto tali a fronte di vantaggi che avrebbe contestualmente conseguito per effetto di accordi parallelamente conclusi con l'emittente. L'obiezione non pare tuttavia del tutto convincente posto che *anche* nell'ambito delle procedure di *exit consent* vi è consapevolezza da parte degli obbligazionisti che aderiscano all'offerta che, in caso di adesione maggioritaria, le modifiche pregiudizievoli del prestito si riverbereranno solo a carico degli obbligazionisti *non* aderenti, essendovi semmai incertezza sul fatto che vi sarà (o meno) una minoranza dissenziente. Tuttavia il fatto che a tutti gli obbligazionisti sia data la possibilità di evitare gli effetti nefasti della modifica aderendo all'offerta non sembra poter far venir meno l'elemento dell'abuso posto che il dilemma del prigioniero che – come si dirà a breve – viene a crearsi in ragione delle condizioni dell'offerta ne comprime la libertà di scelta e l'autonomia decisionale, contravvenendo ai generali principi di buona fede e correttezza che costituiscono il fondamento del diritto dei contratti anche nell'esperienza inglese.

⁽²⁹⁴⁾ L'*abuso* è ravvisato in particolare nel dilemma del prigioniero che, per effetto di tali condotte, viene a crearsi in capo ai membri del gruppo obbligazionario i quali – pur non apprezzando a pieno la convenienza della proposta di scambio – saranno indotti ad aderirvi per il timore che la maggioranza vi aderisca, così acconsentendo a modifiche peggiorative dei titoli che, in quello scenario, resterebbero solo a carico della minoranza dissenziente. Tale profilo è ampiamente

dalla circostanza che l'offerta di *exchange* sia stata rivolta dall'emittente, in modo trasparente e (in questo senso) con trattamento *paritario* ⁽²⁹⁵⁾, a *tutti* i portatori del prestito obbligazionario, i quali dunque avrebbero ben potuto evitare le conseguenze negative della modifica aderendo all'offerta medesima ⁽²⁹⁶⁾: ad avviso dei giudici, infatti, ciò che assume rilievo rispetto alle condizioni di validità della delibera maggioritaria è che, nei fatti, la maggioranza degli obbligazionisti abbia *scientemente* deliberato a favore di una modifica pregiudizievole per i *soli* obbligazionisti dissenzienti.

4.2 *Interessi "atipici" ed organizzazione legale: conflitto di interessi od "oppression of minority"?*

Sulla base di quanto sin qui rilevato, se nel modello organizzativo di legge gli obbligazionisti di minoranza paiono protetti dall'ordinamento giuridico rispetto ad eventuali danni derivanti dal comportamento *doloso* o comunque *abusivo* dagli

trattato in J. C. COFFEE JR – W. A. KLEIN, *Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations*, in *University of Chicago Law Review*, 58, 1991, 1207 ss.; M. KAHAN – B. TUCKMAN, *Do Bondholders Lose from Junk Bond Covenant Changes?*, in *Journal of Business*, 1993, 66, 499 ss., nonché più di recente ripreso in B. LIU, *Exit Consents in Debt Restructurings*, 3 ss., il quale rileva come «*adopting the exit consent technique may increase the chances of the exchange offer being accepted by a majority of bondholders due to a psychological phenomenon called the Prisoner's Dilemma. In essence, assuming that each bondholder has no information as to whether other bondholders will accept or reject the exchange offer, a rational bondholder will always choose to accept the exchange offer, irrespective of whether or not the exchange offer will be accepted by a majority in the end*».

⁽²⁹⁵⁾ Riprendendo il tema della parità di trattamento già trattato nel precedente paragrafo 3, può dirsi che il rispetto della condizione di parità costituisca in tale contesto una condizione minima necessaria *ma* di per sé non sufficiente per assicurare la legittimità dell'offerta di *exit* formulata dalla società emittente.

⁽²⁹⁶⁾ Ma in senso contrario (seppure con riguardo ad una fattispecie, diversa da una *exchange offer*, nella quale l'emittente aveva puramente richiesto all'assemblea degli obbligazionisti di concedere una proroga del termine di pagamento degli interessi ed approvare alcune modifiche accessorie ai *terms & conditions* delle obbligazioni emesse) si può richiamare il caso *Azevedo v IMCOPA – Importacao, Exportacao e Industria de Oleos Ltda* [2013] EWCA Civ 364 (22 April 2013), nel quale la Corte di Appello inglese ha invece ritenuto legittima la modifica del prestito approvata dalla maggioranza, ancorché peggiorativa dei relativi termini e condizioni, in quanto «*all the details of the scheme were fully disclosed to all bondholders, and the same benefit was available to all members of the class*» e quindi non vi era stata una «*pre-ordained discrimination between a majority and a minority*». Sul punto, cfr. anche B. LIU, *Exit Consents in Debt Restructurings*, 21.

obbligazionisti di maggioranza, i quali, intenzionalmente, abbiano leso gli interessi “tipici” dei primi votando a favore di una delibera pregiudizievole per questi ultimi soltanto (e quindi – riprendendo l’efficace espressione delle Corti inglesi – “*oppressive*” dei diritti della minoranza), più arduo appare il tentativo di rintracciare nel diritto positivo, almeno fuori dal contesto concordatario ⁽²⁹⁷⁾, strumenti di tutela o diritti di impugnativa a favore dei medesimi obbligazionisti di minoranza rispetto a deliberazioni dell’assemblea che, pur modificando *in peius* le originarie condizioni del prestito (nei limiti di quanto consentito dall’art. 2415,

⁽²⁹⁷⁾ Con specifico riferimento al sistema di votazione nelle procedure di concordato, un autorevole orientamento (cfr. F. GUERRERA, *Il «nuovo» concordato fallimentare*, 545 ss.; ID., *Struttura finanziaria, classi dei creditori*, 710; R. SACCHI, *Dai soci di minoranza ai creditori di minoranza*, in *Il fallimento*, 2009, 1063 ss.; A. VALZER, *Gli obbligazionisti e i titolari*, 66 ss.) ritiene che possano legittimamente trovare spazio a tutela dei creditori di minoranza le più pervasive regole di soluzione del conflitto di interessi – ivi compresa la sterilizzazione del voto del creditore in conflitto – riconducibili alla stessa scelta gius-privatistica compiuta dal legislatore in sede di riforma delle ridette procedure, la quale giustifica una rigorosa applicazione dei principi di correttezza e buona fede nell’espressione del voto da parte dei creditori (inteso quale atto di manifestazione dell’autonomia privata) anche in sede di formazione del consenso maggioritario in applicazione dei principi di cui all’art. 1337 cod. civ. (così, in particolare, R. SACCHI, *op. cit.*, 1067, il quale evidenzia tra l’altro come in questo senso depongano anche «gli indici desumibili sul piano sistematico dall’art. 233 l. fall. richiamato per il concordato preventivo dall’art. 236, secondo comma, n. 4) l. fall.» posto che «l’impossibilità di applicare per analogia le norme incriminatrici penali non impedisce, infatti, di trarne indicazioni a livello di sistema nel senso della sterilizzazione del voto espresso in modo abusivo sulla base di interessi atipici che confliggono con l’interesse tipico del votante e degli altri creditori»). E nel senso che sarebbe stata opportuna l’applicazione in ambito concordatario di una regola espressa di soluzione del conflitto di interessi analoga a quella prevista dall’art. 2373 cod. civ., si veda L. STANGHELLINI, *Creditori “forti” e governo della crisi d’impresa nelle nuove procedure concorsuali*, in *Il fallimento*, 2006, 387. Nel nuovo sistema delle procedure di concordato, la rilevanza dell’allineamento di interessi tra soggetti votante emerge peraltro dalla necessaria *omogeneità* di posizione giuridica ed interessi economici vantati dai creditori unitariamente classati nel concordato *per classi*. Non può sottacersi, tuttavia, che – quand’anche si aderisse al filone interpretativo che tende a riconoscere pervasivi strumenti di protezione a favore dei creditori “deboli” in ipotesi di decisioni collettive deviate dagli interessi atipici di cui siano portatori i creditori “forti” – tale ricostruzione andrebbe comunque calata nel contesto del gruppo obbligazionario il cui *iter* deliberativo assembleare, come ampiamente argomentato nel paragrafo 4 del precedente Capitolo I, si svolge anche in ambito concordatario secondo le regole del codice civile *ex art.* 2415, comma 1, n. 3, cod. civ. e la cui deliberazione a maggioranza viene così esternata nella procedura di concordato *in via unitaria* per il tramite del rappresentante comune. Ciò nondimeno, le medesime ragioni di ordine sistematico e di ragionevolezza sostanziale che hanno precedentemente portato a sostenere la possibilità di opposizione diretta all’omologazione da parte dei singoli obbligazionisti dissenzienti (si rinvia, in proposito, al paragrafo 4.3 del precedente Capitolo I) inducono ora a ritenere, coerentemente, che – una volta ammessi in via generale i predetti strumenti di reazione a situazioni di conflitto a favore dei creditori (non obbligazionari) di minoranza che intervengano nella procedura di concordato – analoghe tutele dovranno essere riconosciute e rese disponibili anche a favore dei creditori obbligazionari di minoranza pregiudicati da deliberazioni assunte dalla maggioranza col voto determinante di obbligazionisti in conflitto di interessi.

comma 1, n. 2, cod. civ.) e per quanto adottate con il voto favorevole e determinante di obbligazionisti che siano altresì portatori di interessi *esterni* od *atipici*, non conseguano ad un esercizio dei diritti di voto che possa, anche sotto il profilo dell'elemento psicologico, definirsi come «abusivo, in malafede, contrario al divieto del *neminem laedere*» ⁽²⁹⁸⁾ o comunque esclusivamente diretto a procurare danno agli obbligazionisti di minoranza. In altri termini, pare difficile sostenere che sussista un *vincolo di solidarietà* tra gli obbligazionisti tale per cui gli stessi siano tenuti ad antergare l'interesse "tipico" degli appartenenti a *quella* categoria creditoria rispetto ai propri particolari (*ma* legittimi) interessi nei rapporti con l'emittente ⁽²⁹⁹⁾.

La stessa applicazione analogica della regola di sterilizzazione del voto di cui all'art. 2373 cod. civ. non pare agevolmente conciliabile con le peculiarità proprie della relazione che si instaura tra gli obbligazionisti di una data emissione e che significativamente la contraddistinguono rispetto a quella che viene ad esistenza tra gli azionisti della società, ai quali soltanto – come già ricordato – la norma fa riferimento. Solo questi ultimi, infatti, sono legati tra di loro da una relazione contrattuale di natura associativa, in quanto parti del "contratto sociale" diretto allo svolgimento in comune di un'attività d'impresa e, dunque, alla migliore realizzazione dell'interesse sociale. Pur non potendo ripercorrere in questa sede il dibattito dottrinale su quale sia la reale "natura giuridica" dell'organizzazione legale degli obbligazionisti ⁽³⁰⁰⁾, non può revocarsi in dubbio che gli stessi siano

⁽²⁹⁸⁾ Trib. Milano, 12 febbraio 2014, già richiamata nel precedente paragrafo 3.1

⁽²⁹⁹⁾ In questo senso, si veda E. DEL PRATO, *Voto contro compenso*, in *NGCC*, 2015, parte II, 167 ss., e in particolare a p. 170, ove l'Autore evidenzia come, per quanto l'organizzazione legale degli obbligazionisti costituisca «una forte deviazione dalle regole proprie dei contratti, giacché un contratto si modifica solo col consenso dei contraenti (art. 1321 cod. civ.), [la stessa] non toglie che il voto di ciascun obbligazionista sia schiettamente funzionale al suo esclusivo interesse, così come lo è la determinazione di un contraente in merito alla modificazione o alla novazione del rapporto». Come condivisibilmente osserva l'Autore, la gestione collettiva dell'interesse, nel caso degli obbligazionisti, non deve tendere, istituzionalmente, al perseguimento di un interesse diverso da quello proprio (ed individuale) dei singoli obbligazionisti, diversamente da quanto accade invece per le deliberazioni dell'assemblea dei soci, che devono perseguire l'interesse sociale.

⁽³⁰⁰⁾ Sin dalla sua introduzione con il codice del '42, la disciplina degli artt. 2415 e ss. ha dato luogo ad un intenso dibattito dottrinale circa la natura giuridica dell'organizzazione legale ivi prevista. I primi commentatori tendevano a qualificare tale organizzazione alla stregua di un

riuniti in un'assemblea non già al fine di realizzare insieme un'attività produttiva comune e dare nel tempo effettiva esecuzione al contratto che li lega, ma piuttosto, come già osservato, per consentire una più efficace interlocuzione tra le diverse parti del rapporto di prestito e meglio tutelare i contrapposti (privati) interessi di entrambe le parti del rapporto medesimo ⁽³⁰¹⁾.

In questo contesto, per quanto continuino a trovare piena applicazione i generali principi di buona fede e correttezza e ad essere così neutralizzati gli effetti pregiudizievoli di condotte abusive od «*oppressive*» da parte della maggioranza,

consorzio, per via della obbiettiva situazione di *comunione* di interessi che viene ad instaurarsi tra gli obbligazionisti (così, G. VALERI, *Manuale di diritto commerciale*, Firenze, 1948, I, 211; G. FRÈ, *Società per azioni*, 609; M. SARALE, *Società per azioni. Obbligazioni*, 340), ma tale opinione è stata ritenuta da altro orientamento non condivisibile posto che difetterebbero i requisiti imposti dall'art. 2602 cod. civ., ed in particolare la qualità di imprenditore dei consorziati (cfr. T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli*, 38; conf. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari*, 53 s., secondo cui sarebbe preferibile ripiegare sullo schema generale dell'associazione, ma anche A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, 140 ss., che ritiene sussistano nel gruppo obbligazionario tutti i caratteri propri dell'associazione in senso stretto). Secondo G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 489 – 490, mentre «non sembra contestabile il carattere legale e non volontario dell'organizzazione, dato che i relativi effetti si producono anche se non voluti dai sottoscrittori [...] l'opinione minoritaria che riconosce nell'organizzazione degli obbligazionisti i caratteri propri dell'associazione (*ex lege*) in senso stretto ma non dei consorzi e la qualifica come associazione non riconosciuta, si espone all'obiezione, non agevolmente superabile, che quest'ultima è giuridicamente concepibile solo quando la collettività organizzata prenda vita da un atto di autonomia contrattuale» (in senso conforme, F. GALGANO, *Delle associazioni non riconosciute e dei comitati*, in *Comm. cod. civ.* a cura di A. Scialoja – G. Biondi, Bologna – Roma, 1976, 9 ss.). In ogni caso, come evidenziato da M. SARALE, *Società per azioni. Le obbligazioni*, 342, sia l'una sia l'altra ricostruzione interpretativa riconosce gli elementi di atipicità dell'organizzazione di gruppo e, si è concluso, il dibattito finisce per essere una disputa sterile posto che – riprendendo le parole del Campobasso - «in assenza di una disciplina generale unitaria dei consorzi, sarà pur sempre la disciplina delle associazioni (non riconosciute) di cui agli artt. 36 e segg. cod. civ. che fungerà, direttamente e per analogia, come fonte di integrazione normativa della disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti».

⁽³⁰¹⁾ In questo senso, K. S. DRAKE, *The fall and rise of the exit consent*, in *Duke Law Journal*, 2014, 63, 1622-1623, il quale evidenzia come la possibilità di riconoscere l'instaurarsi una relazione *obbligatoria* tra i portatori di titoli obbligazionari oggetto della medesima emissione appaia difficilmente giustificabile anche alla luce delle concrete modalità di svolgimento dell'attività di *trading* sui moderni mercati dei capitali, per effetto delle quali «*the individual bondholders are constantly in flux*» sicché «*[i]t is difficult to impose duties between the bondholders when that class is changing*». In senso conforme, B. LIU, *Exit Consents in Debt Restructurings*, 19, osserva che «*it is questionable whether a lateral duty imposed on bondholders is realistic in modern capital markets. Given the constant flux of bondholders as a result of active trading, and the fact that sometimes a bondholder may be expressly or implicitly be required to vote in accordance with the direction of a third party, the issuer-bondholder relationship should be the only source of duties. A later duty imposed on bondholders owed to other fellow bondholders is unlikely to be complied with and difficult to enforce*».

non sembra che l'appartenenza all'organizzazione di gruppo impedisca al singolo obbligazionista di perseguire i propri *particolari* (e di per sé legittimi) interessi in quanto vincolato ad un preminente interesse *comune* facente capo al *gruppo* degli obbligazionisti in tale loro qualità.

È indiscutibile infatti che, dietro la sottoscrizione o l'acquisto di un titolo obbligazionario, vi sia fondamentalmente – e comunque *primariamente* – la volontà di investire in un rapporto di *prestito* e quindi di divenire creditore della società (seppure unitamente ad altri creditori che a loro volta sottoscrivano ed acquistino titoli della medesima emissione) ⁽³⁰²⁾ e non già quella di instaurare un legame di natura “associativa” ⁽³⁰³⁾ con gli altri soggetti che abbiano sottoscritto titoli analoghi ⁽³⁰⁴⁾.

⁽³⁰²⁾ In questo senso, cfr. F. GALGANO, *Recensione a D. Pettiti*, 323; conf. G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 15, secondo cui la manifestazione di volontà degli obbligazionisti nei confronti della società emittente è volta alla conclusione del contratto di sottoscrizione dei titoli con quest'ultima, «contratto perciò bilaterale, con un oggetto e una funzione ben precisi» e non può riconoscersi a tale manifestazione di volontà una valenza ulteriore, quale quella di essere «diretta anche alla costituzione di un rapporto associativo con gli altri sottoscrittori delle obbligazioni».

⁽³⁰³⁾ Deve condividersi l'opinione di G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 490, che evidenzia come l'orientamento interpretativo che qualifica l'organizzazione degli obbligazionisti come fenomeno associativo di tipo consortile (si vedano, in proposito, gli Autori citati nella nota 300 che precede), ha un valore meramente classificatorio, posto che la stessa difetta dello scopo altruistico cui tipicamente la figura consortile è diretta, mentre dall'altro lato la minoritaria opinione che ravvisa nell'organizzazione i caratteri propri dell'associazione *in senso stretto* «si espone all'obiezione, non agevolmente superabile, che quest'ultima è giuridicamente concepibile solo quanto la collettività organizzata prenda vita da un atto di autonomia contrattuale». Conf., G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, 14 ss.

⁽³⁰⁴⁾ L'applicazione degli schemi (e dei rimedi) propri del diritto dei contratti all'organizzazione legale degli obbligazionisti potrebbe, non di meno, conseguire ad un inquadramento «contrattuale» della relazione che per effetto di legge – in via di integrazione *legale* del contratto – viene stabilita tra gli obbligazionisti medesimi, seguendo la tendenza, inaugurata verso la fine degli anni '90 (la prima pronuncia in argomento risale infatti al 1999 (CASS., 22 gennaio 1999, n. 589, in *Foro it.*, 1999, I, c. 3332), quando per la prima volta la Corte di Cassazione ha qualificato come contrattuale la responsabilità del medico dipendente ospedaliero nei confronti del paziente «in virtù di un rapporto contrattuale di fatto originato da “contatto sociale”»), ad ammettere che si instauri un rapporto di natura *obbligatoria* ogni qualvolta si sia in presenza di una «relazione sociale qualificata», che si caratterizza per la particolare posizione, di protezione o di collaborazione, che un soggetto assume nei confronti di un altro (sulla definizione e sulla teoria della responsabilità da contatto sociale, nonché sui singoli casi nei quali la giurisprudenza ha fatto ricorso a tale ricostruzione, si veda M. FRANZONI, *L'illecito*, seconda edizione, Milano, 2010, I, 1255). Non pare tuttavia che la mera sottoscrizione di obbligazioni emesse nell'ambito della medesima operazione di prestito denoti la volontà dei relativi investitori di instaurare *tra di loro* una relazione sociale *qualificata*, ossia una relazione tale per cui possa legittimare ingenerarsi un

Ciò che qui si intende evidenziare è che – almeno in assenza di un intervento convenzionale sull’assetto organizzativo – la stessa natura del rapporto tra gli obbligazionisti di una determinata emissione rende difficilmente applicabile una regola “forte” di soluzione di eventuali conflitti di interessi *interni* alla categoria creditoria, come quella del divieto di voto *ex art.* 2415, comma 4, cod. civ. ovvero quella di sterilizzazione del voto in conflitto e conseguente annullabilità della deliberazione mediante applicazione analogica dell’art. 2373 cod. civ. Del resto, anche alla luce di tali considerazioni si è in precedenza sostenuto che la dialettica tra gruppo e individuo, ovvero tra maggioranza e minoranza, vada più opportunamente ricostruita ricercando la corretta interpretazione dei confini *oggettivi* del terreno d’azione riconosciuto all’assemblea e non già sulla base dei rimedi *ex post* disponibili agli obbligazionisti di minoranza a fronte di deliberazioni pregiudizievoli. Aggiungerei, alla luce delle ulteriori considerazioni appena svolte, che in tale direzione spinge anche la progressiva maturazione dei mercati dei capitali di debito, ed in particolare il volume, la modalità (dematerializzata e spersonalizzata) e la velocità degli scambi di titoli sulle moderne *trading venue*, che in modo sempre più eclatante enfatizzano la scarsa rilevanza delle relazioni *tra* portatori di titoli oggetto della medesima emissione, in quanto appartenenti ad una categoria dall’identità e dai contorni difficilmente individuabili e comunque in continuo cambiamento lungo la vita dell’operazione.

affidamento, giuridicamente tutelato, in capo a ciascun obbligazionista sul fatto che gli *altri* portatori dei titoli di quella data emissione assumeranno una posizione, di collaborazione o di protezione, rispetto ai suoi interessi di creditore dell’emittente. Ciò che – come si vedrà nel prosieguo – emerge in tale contesto è piuttosto il generale principio del *neminem leadere*, che nelle sue svariate declinazioni implica anche che chiunque si trovi investito del potere (di fatto o di diritto) di gestire un interesse altrui o anche altrui, assume implicitamente l’obbligazione di esercitare *correttamente* quel potere.

Da ultimo, con riguardo alla possibilità di ricondurre la nascita dell’organizzazione degli obbligazionisti ad un fenomeno di *integrazione legale* del contratto, si è espressa in senso negativo G. PELLEGRINO, *L’organizzazione degli obbligazionisti*, 17, osservando che «la costituzione del gruppo si ricollega ad un fatto successivo al contratto di sottoscrizione, quale è appunto l’acquisizione, in seguito al possesso dei titoli, della legittimazione all’esercizio dei diritti qualificanti la posizione di obbligazionista. Pertanto la formazione del gruppo non può intendersi come un elemento che completa il significato del contenuto del contratto (di sottoscrizione), e quindi non è riconducibile a tale contenuto, e di conseguenza non può qualificarsi come un fenomeno di integrazione legale del contratto».

Spingendo il ragionamento sino alle sue concrete ricadute, nel caso in cui un obbligazionista ritenga conveniente la concessione di una proroga della scadenza del prestito, perché da essa dipende – ad esempio – la capacità dell'emittente di adempiere agli ulteriori rapporti finanziari o commerciali con lo stesso intrattenuti, il mero perseguimento di tale *collateral benefit* da parte dell'obbligazionista che voti a favore della delibera di proroga non sarà sufficiente ad invalidarla (ancorché il voto di quest'ultimo sia stato determinante e la delibera modifichi *in peius* le condizioni del prestito) ⁽³⁰⁵⁾: si tratterà infatti di una condotta *egoistica*, diretta ad ottenere un vantaggio come creditore *terzo* e *non* come obbligazionista, ma non di una condotta intenzionalmente diretta ad arrecare un pregiudizio agli altri obbligazionisti in violazione dei generali principi di buona fede e correttezza sopra richiamati ⁽³⁰⁶⁾. Semmai, potrà investigarsi la possibilità di impugnazione della delibera per via diversa, ossia in quanto la stessa – modificando *in peius* le condizioni del prestito – non risponda all'interesse *comune* degli obbligazionisti che, come più volte ricordato, costituisce presupposto e limite del terreno d'azione della maggioranza assembleare: ma si tratta in tal caso di una valutazione sul *merito* della delibera tutt'altro che agevole, posto che anche modifiche di per sé peggiorative del prestito possono ritenersi rispondenti al predetto interesse comune ove il sacrificio sia stato valutato come

⁽³⁰⁵⁾ Secondo E. DEL PRATO, *Voto contro compenso*, 170 s., tale *collateral benefit* potrebbe anche discendere dalla stessa promessa da parte dell'emittente di riservare determinati vantaggi «a quanti, pur sempre liberi di votare come credono, si esprimano favorevolmente alla modificazione proposta e la stessa sia approvata», purché l'offerta di tali vantaggi sia indiscriminatamente rivolta a tutti in misura paritetica.

⁽³⁰⁶⁾ Si potrebbe sostenere che il voto espresso in situazione di conflitto sia già di per sé abusivo e quindi che l'abuso del diritto sussista non solo quando il voto sia intenzionalmente diretto a pregiudicare la minoranza ma anche quando, più semplicemente, sia influenzato da interessi *particolari* ed *esterni* di cui l'obbligazionista sia portatore. Tuttavia, una simile ricostruzione potrebbe solo scaturire dalla sussistenza di un vero e proprio "obbligo" in capo a ciascun obbligazionista di perseguire gli interessi tipici dei propri con-creditori anche a scapito dei propri interessi particolari, obbligo che però – per le ragioni prima esposte nel corpo del testo – non sembra agevolmente riscontrabile nella relazione che viene ad instaurarsi *ipso iure* tra gli obbligazionisti per effetto della sola scelta di sottoscrivere, o comunque investire, in titoli obbligazionari. In questo senso, si veda P. WOOD, *Syndicated credit agreement: majority voting*, in *The Cambridge Law Journal*, July 2003, 62(2), 261-263, il quale provocatoriamente osserva: «*In political democracies, the majority can vote out of vindictiveness or vote for a redistribution of wealth of the minority to the majority. It seems strange why a higher demand is required on bondholders in a purely commercial setting*».

opportuno dalla stessa maggioranza, per esempio alla luce delle deteriori conseguenze che sarebbero potute derivare dal mantenimento delle originarie, più stringenti, condizioni del prestito, le quali avrebbero potuto aggravare o rendere irreversibile lo stato di crisi dell'emittente ⁽³⁰⁷⁾.

5. Rafforzamento delle regole di soluzione del conflitto in presenza di un'organizzazione di natura pattizia.

Tenuto conto del quadro generale delineato nel precedente § 4, occorre ora capire se il tema del conflitto di interessi *all'interno* del gruppo obbligazionario possa trovare una differente composizione quando l'organizzazione collettiva di cui agli artt. 2415 e ss. cod. civ., come noto applicabile *ex lege* e senza necessità di una manifestazione di volontà in questo senso da parte degli obbligazionisti, divenga oggetto di deroga o integrazione per via convenzionale, o addirittura sia interamente sostituita da uno schema organizzativo alternativo puntualmente delineato dalle parti nel regolamento di emissione del prestito (ferma restando – anche in tal caso – la necessaria applicazione del modello legale nel contesto di procedure concorsuali, secondo la tesi qui sostenuta).

In primo luogo, potrebbe immaginarsi che il regolamento di emissione non si limiti ad integrare le materie di competenza assembleare o a prevedere un diverso meccanismo di funzionamento degli organi rappresentativi del gruppo obbligazionario, ma si spinga oltre, esplicitando altresì le regole di comportamento degli obbligazionisti e l'impegno di questi ultimi ad agire, all'interno della collettività, in assenza di conflitti di interesse ovvero ad *astenersi* dall'intervenire e votare qualora tali conflitti effettivamente sussistano, eventualmente declinando nel regolamento meccanismi di sterilizzazione del voto

⁽³⁰⁷⁾ In questo senso, cfr. App. Milano, 17 novembre 1998, in *Società*, 1999, 194 ss.; Trib. Monza, 13 giugno 1997, in *Società*, 1998, 175 ss.; Trib. Mantova, 15 novembre 2010, in *Giur. merito*, 2011, 1855 ss., secondo cui il sacrificio imposto agli obbligazionisti mediante differimento del prestito obbligazionario può considerarsi rispondente – non solo all'interesse della società, ma anche – «ad un interesse comune degli obbligazionisti stessi, chiamati a valutare l'impatto dell'imminente rimborso del prestito sull'andamento della società in mutata situazione economica rispetto all'epoca in cui era stato emesso il prestito obbligazionario».

e di annullabilità della decisione assunta a maggioranza analoghi a quelli previsti dall'art. 2373 cod. civ. Clausole di tale tenore, ove inserite nel regolamento di emissione (e pertanto accettate dagli obbligazionisti in sede di sottoscrizione o successivo acquisto dei titoli), darebbero origine ad un legame – pattizio e di natura associativa – tra gli obbligazionisti medesimi, consentendo loro di regolare ogni ipotesi di interferenza di interessi *atipici* nel processo decisionale collettivo e di coprire in tal modo gli effetti pregiudizievoli di decisioni assunte con il voto favorevole e determinante di obbligazionisti portatori di tali interessi, anche nell'ipotesi in cui la loro condotta *non* integri i presupposti di un *abuso* del diritto di voto in quanto *non* risulti intenzionalmente diretta a danneggiare gli obbligazionisti di minoranza o comunque ad avvantaggiare la sola maggioranza ma sia semplicemente “deviata” dalla sussistenza di rapporti ulteriori rispetto a quello instaurato per via cartolare tra emittente ed obbligazionista votante ⁽³⁰⁸⁾.

L'inserimento delle clausole in ipotesi all'interno del regolamento di emissione conferisce peraltro alla disciplina convenzionale una rilevanza “esterna”, rendendola opponibile e vincolante anche nei confronti dell'emittente (che – almeno sul piano formale – per primo avrà proposto tale assetto ai potenziali sottoscrittori della deliberata emissione), e quindi consente agli obbligazionisti di impugnare giudizialmente e far caducare gli effetti di una decisione collettiva

⁽³⁰⁸⁾ Sempre per via convenzionale potrebbe peraltro trovare puntuale disciplina una delle ipotesi più eclatanti di conflitto, ossia quella in cui una porzione delle obbligazioni emesse sia detenuta da azionisti della stessa società emittente (soprattutto laddove si tratti di soci di maggioranza o comunque di controllo), della quale – come già si è visto nel precedente § 4.1 del presente Capitolo ed in particolare *sub* nota 289 – il nostro legislatore non si occupa (o almeno non espressamente), limitandosi a contemplare nell'art. 2415, comma 4, cod. civ. la sola ipotesi di detenzione diretta di obbligazioni da parte della società che le abbia emesse. Il regolamento di emissione potrebbe a ben vedere disciplinare la situazione di conflitto testé ricordata in due diversi modi: il primo, già menzionato nel corpo del testo, è naturalmente quello di inserire nel regolamento una regola espressa di soluzione del conflitto applicabile ogni qualvolta l'obbligazione sia detenuta da un azionista della società; la seconda possibile (e più radicale) soluzione potrebbe invece essere quella di prevedere nel regolamento medesimo una regola restrittiva rispetto alla circolazione dei titoli obbligazionari, così da vietare a monte che gli stessi possano essere sottoscritti ovvero successivamente acquistati lungo la vita dell'operazione dai soci della medesima società emittente.

adottata in violazione delle regole organizzative poste dal regolamento medesimo⁽³⁰⁹⁾).

Ma, al di là delle ipotesi (invero per lo più teoriche, alla luce degli *standard* allo stato diffusi sui mercati⁽³¹⁰⁾) nelle quali la disciplina organizzativa prevista nel regolamento di emissione sia così articolata e sofisticata da regolare espressamente le situazioni di conflitto di interessi sopra menzionate, ponendo regole di comportamento e/o divieti di voto a carico degli obbligazionisti e normando le conseguenze derivanti dalla loro eventuale violazione, più interesse suscita il mutamento di prospettiva – sul piano della ricostruzione dei rimedi disponibili agli obbligazionisti che subiscano gli effetti pregiudizievoli di una deliberazione approvata con il voto determinante di altri membri in conflitto – che possa derivare dalla semplice constatazione che quel particolare sistema decisionale a maggioranza sia stato espressamente voluto dagli stessi obbligazionisti e puntualmente disciplinato per via contrattuale, specie qualora da tale regolamentazione pattizia derivi un *ampliamento* degli spazi d'azione collettiva, a scapito delle prerogative esercitabili individualmente.

In particolare, la circostanza che gli obbligazionisti cedano una porzione dei propri poteri individuali a favore della collettività, rappresentata secondo il principio maggioritario, e che ciò discenda dall'applicazione di un modello organizzativo che viene in esistenza non già *ipso iure* per effetto della sottoscrizione ed acquisto delle obbligazioni emesse ex art. 2410 e ss. cod. civ., ma piuttosto da un assetto puramente contrattuale e volontario, denota un preciso

⁽³⁰⁹⁾ Il rimedio dell'impugnazione non risulterebbe per contro disponibile agli obbligazionisti dissenzienti qualora l'assetto organizzativo convenzionale ed il vincolo tra gli obbligazionisti sia unicamente documentato e riflesso in un accordo di sindacato, di voto e/o di consultazione, tra gli stessi e non sia disciplinato all'interno del regolamento di emissione dei titoli. In tali casi infatti l'inadempimento delle previsioni del patto di sindacato, data l'efficacia unicamente *inter partes* dell'accordo, non potrà essere fatto valere nei confronti dell'emittente, degli altri obbligazionisti votanti o dei terzi e produrrà unicamente conseguenze di natura risarcitoria. Per le ulteriori riflessioni su tale fattispecie, si veda la precedente nota 2.

⁽³¹⁰⁾ Allo stato, nei regolamenti dei prestiti obbligazionari quotati da principali emittenti italiani sull'euromercato (cfr. nota 136), non si rinvencono infatti previsioni che esplicitino l'interesse cui l'organizzazione degli obbligazionisti (tipicamente ancorata allo schema del *trust deed* di diritto inglese) debba tendere, né clausole volte alla gestione di situazioni di conflitto di interesse.

intento “associativo” e la presumibile intenzione degli associati di legarsi reciprocamente mediante un esercizio *congiunto* di alcune delle prerogative che, altrimenti, ricadrebbero nella disponibilità individuale di ciascuno ⁽³¹¹⁾. In questi termini, la ricostruzione esegetica della reale intenzione delle parti, secondo i criteri interpretativi di cui agli artt. 1362 e ss. cod. civ., potrebbe indurre a ritenere che le stesse (ossia, gli obbligazionisti) abbiano inteso rafforzare il coordinamento tra di loro nel perseguimento dei loro comuni interessi, quali con-creditori e titolari di situazioni giuridiche soggettive tra di loro omogenee, andando anche *oltre* gli strumenti di raccordo minimo previsti dal legislatore. In particolare ove in tale contesto emergesse la sussistenza di un vero e proprio “impegno” – seppure implicito – a perseguire l’interesse comune *tipico* degli obbligazionisti nella loro qualità di creditori ai sensi di *quel* determinato prestito obbligazionario, anche a scapito di concorrenti interessi “atipici” che il singolo obbligazionista possa vantare rispetto ad una decisione da assumere in via collettiva, un eventuale esercizio *egoistico* del voto (nell’accezione prima descritta) configurerebbe verosimilmente un inadempimento al predetto impegno, con (almeno) conseguenze risarcitorie *ex art.* 1223 cod. civ. per il danno provocato agli obbligazionisti di minoranza per effetto della decisione collettiva assunta con il voto determinante dell’obbligazionista portatore di interessi esterni rispetto a quelli propri del gruppo.

Peraltro, soprattutto nella misura in cui la clausola organizzativa sia posta nel regolamento di emissione – ed in quanto tale, come prima ricordato, sia opponibile *anche* nella sua fisiologica applicazione all’emittente (che dovrà quindi riconoscere gli effetti vincolanti per tutto il gruppo delle decisioni collettive assunte a maggioranza in conformità con il regolamento medesimo) –

⁽³¹¹⁾ In senso contrario sembra orientata la dottrina inglese che, come già si è potuto vedere, tende ad escludere che sussista un legame *obbligatorio* tra gli obbligazionisti tale da vincolarli al perseguimento dell’interesse comune tipico della categoria, anche a scapito dei propri interessi, nonostante nell’ordinamento anglosassone gli obbligazionisti siano organizzati sulla base di schemi di natura interamente volontaria. Piuttosto – si afferma – «*the issuer-bondholder relationship should be the only source of duties*» (K. S. DRAKE, *The fall and rise of the exit consent*, 1622 s.; conf. P. WOOD, *Syndicated credit agreement: majority voting*, 263) mentre «*a later duty imposed on bondholders owed to other fellow bondholders is unlikely to be complied with and difficult to enforce*» (B. LIU, *Exit Consents in Debt Restructurings*, 19).

potrebbe in tali casi esplorarsi la possibilità per gli obbligazionisti di minoranza di ottenere l'annullamento della decisione collettiva assunta con il voto determinante dell'obbligazionista in conflitto e delle modifiche conseguentemente apportate alle condizioni del prestito, applicando analogicamente il rimedio di cui all'art. 1394 cod. civ.

Ed infatti, tale ultima disposizione deve considerarsi espressione di un principio di carattere generale ⁽³¹²⁾ secondo cui – in tutti i casi in cui vi sia scissione tra rappresentanza e titolarità della posizione giuridica – il conflitto di interessi di cui sia portatore il rappresentante può dare luogo ad annullamento del negozio concluso con quest'ultimo, ove richiesto dal rappresentato e il conflitto fosse conosciuto o comunque conoscibile dalla controparte. Posto che la clausola del regolamento di emissione che attribuisca alla maggioranza il potere di decidere in ordine a situazioni giuridiche rientranti nella sfera individuale di ciascun obbligazionista realizza in questo senso un fenomeno di rappresentanza, per il quale ciascun obbligazionista è – all'interno dello schema decisionale collettivo – messo nella posizione di agire nell'interesse proprio ma *anche* nell'interesse degli altri membri del gruppo, la modifica del prestito approvata con il voto determinante di un obbligazionista in conflitto, per via di interessi *atipici* derivanti da ulteriori legami dallo stesso intrattenuti con l'emittente (e quindi senz'altro noti a quest'ultimo), sarà verosimilmente impugnabile – e potenzialmente oggetto di annullamento – in via di applicazione (analogica) del richiamato art. 1394.

Sulla scorta delle considerazioni sin qui svolte, pare quindi ragionevole ritenere che la natura pattizia del modello organizzativo eventualmente delineato nel regolamento di emissione schiuda le porte ad una serie di possibili tutele *ulteriori* a favore degli obbligazionisti di minoranza rispetto a quelle disponibili nell'ambito della disciplina organizzativa di legge, consentendo di catturare non solo condotte abusive ed “oppressive” da parte degli obbligazionisti di maggioranza, ma anche l'eventuale pregiudizio derivante dal mero perseguimento

⁽³¹²⁾ In questo senso, cfr. G. ANDREOTTI, *Lo svantaggio del rappresentato nella disciplina del conflitto di interessi*, in *NGCC*, 2014, parte II, 286 ss.; E. DEL PRATO, *Le annullabilità*, nel *trattato del contratto*, diretto da V. ROPPO, IV, *Rimedi*, 1, 2006, 199 ss.; Id., *Voto contro compenso*, 169.

egoistico di interessi *atipici* di cui uno o più membri del gruppo siano portatori, sterilizzandone gli effetti negativi mediante l'annullamento della decisione maggioritaria assunta con il loro voto favorevole e determinante ovvero attraverso il ristoro dei danni subiti *ex art. 1223 cod. civ.*

BIBLIOGRAFIA

INDICE DEGLI AUTORI

- ALESSI R., “Nullità di protezione” e poteri del giudice tra Corte di Giustizia e Sezioni Unite della Corte di Cassazione, in *Europa e Diritto Privato*, 4, 2014, 1141 ss.
- ALTMAN E. I., *The Anatomy of the High Yield Bond Market: After Two Decades of Activity-Implications For Europe*, New York University, Center for Law and Business, *Working Paper* No. 98-021, dicembre 1998, 17 ss.
- AMADIO G., *Nullità speciali: problema o sistema?*, in *Lezioni di diritto civile*, Torino, 2016, 321 ss.
- AMBROSINI S., *Obbligazioni*, in N. Abriani – S. Ambrosini – O. Cagnasso – P. Montalenti, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, Padova, 2010, 885 ss.
- AMIAUD A., *Del droits des obligataires en cas de faillite ou de liquidation judiciaire de leur société*, in *Rev. Faillites*, 1936, 105 ss.
- ANDREOTTI G., *Lo svantaggio del rappresentato nella disciplina del conflitto di interessi*, in *NGCC*, 2014, parte II, 286 ss.
- ANGELICI C., *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 3 ss.
- ANTONUCCI A., *Diritto delle banche*, Milano, 2012
- ASCARELLI T., *Azioni di diritto comune e diritti individuali degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1952, I, 12 ss.
- ASCARELLI T., *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1956, 3 ss.;
- ASCARELLI T., *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, in *BBTC*, 1951, I, 28 ss.
- AUDINO N., *Art. 2410*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, II, Padova, 2005, 1215 ss.

- AULETTA G., *L'ordinamento delle società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1961, 1 ss.
- AUTUORI L., *Artt. 2415-2420*, in *Obbligazioni - Bilancio* a cura di M. Notari e L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. G. Marchetti e L. A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Milano, 2006, 205 ss.
- AZZARO M., *Art. 129*, in *Commentario alla legge fallimentare* diretto da C. Cavallini, *Artt. 124-215*, Milano, 2010, 121 ss.
- BALLARINO T., *Diritto internazionale privato italiano*, Settima ed., Milano, 2011
- BARBIERI J. F., *Associés et Obligataires d'une société faillie*, *Revue des procédures collectives* 1991, 153 ss.
- BERTI DE MARTINES G., *Nullità relativa, protezione del cliente ed interessi meritevoli di tutela (Nota a Trib. Milano 29 aprile 2015)*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 3, 2016, 283 ss.
- BIAGIONI G., *Art. 9*, in F. SALERNO – P. FRANZINA, *Commentario al Regolamento CE n. 593/2008 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 giugno 2008 sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali (Roma I)*, in *Nuove leggi. civ. comm.*, 2009, I, 788 ss.
- BOLEGO G., *Autonomia negoziale e frode alla legge nel diritto del lavoro*, Milano, 2011, 57 ss.
- BOMPIANI A.– CATELANI E., *Project bond & commercial paper. Obbligazioni garantite, subordinate, partecipative e cambiali finanziarie alla ricerca di investitori qualificati*, Milano, 2012
- BONELLI G., *Del fallimento*, III, Milano, 1923
- BONSIGNORI A., *Del concordato preventivo*, in *Commentario Scialoja-Branca alla Legge fallimentare* a cura di F. Bricola, F. Galgano, G. Santini, *Artt. 160-186*, Bologna – Roma, 1979
- BOSCHIERO N., *Art. 17*, in *Legge 31 maggio 1995, n. 218 – Riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato*, in *Nuove leggi. civ. comm.*, 1996, 1062 ss.
- BRANCADORO G. L., *Art. 2410*, in *Società di capitali. Commentario* a cura di G. Nicolini – A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 928 ss.
- BRANCADORO G. L., *Art. 2415*, in *Società di capitali. Commentario* a cura di G. Nicolini – A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 950 ss.
- BURGESS R., *Corporate Finance Law*, London, 1992

- BUTLER J., *The Examiners: It's Bad Public Policy to Empower Holdout Bondholders*, in *The Wall Street Journal*, 1 ottobre 2015, disponibile su [http://blogs.wsj.com/bankruptcy/2015/10/01/the-examiners-its-badpublic-policy-to-empower-hold out-bondholders](http://blogs.wsj.com/bankruptcy/2015/10/01/the-examiners-its-badpublic-policy-to-empower-hold-out-bondholders)
- BUTTARO L., *Recensione a D. PETTITI, I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964, in *BBTC*, 1965, I, 575 ss.
- CABRAS G., *Le opposizioni dei creditori nel diritto delle società*, Milano, 1978, 173 ss.
- CAMPOBASSO G. F., *Gli strumenti di finanziamento: le obbligazioni*, in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, a cura di P. Abbadessa – A. Rojo, Milano, 1993, 225 ss.
- CAMPOBASSO G. F., *Le obbligazioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 5, *Controlli. Obbligazioni*, Torino, 1988, rist. 1998, 379 ss.
- CAMPOBASSO G. F., *L'emissione di obbligazioni bancarie*, in *BBTC*, 1994, I, 472 ss.
- CARBONE S. M., *Lex mercatus e lex societatis tra principi di diritto internazionale privato e disciplina dei mercati finanziari*, in *Quaderni europei*, n. 4, ottobre 2008
- CASSANDRO T. E., *La deliberazione del concordato preventivo*, in *Trattato di diritto delle procedure concorsuali*, diretto e coordinato da U. Apice, III, Torino, 2011, 371 ss.
- CATERINO D., *Le società straniere in Italia*, in *Manuale di diritto commerciale internazionale* a cura di U. Patroni Griffi, Milano, 2012, 451 ss.
- CAVALLO BORGIA R., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1978
- CAVALLO BORGIA R., *Società per azioni. Tomo IV. Delle obbligazioni*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja – Branca*, a cura di F. Galgano, 2005
- CENSONI P. F., *Il concordato preventivo: gli organi, gli effetti, il procedimento*, in *Il nuovo diritto fallimentare. Novità ed esperienze*, Bologna 2010, 999 ss.
- CESTER C., *La norma inderogabile: fondamento e problema del diritto del lavoro*, in *Giornale di diritto del lavoro e di relazioni industriali*, 2008, Vol. 30, Fasc. 119, 341 ss.
- CIOCCA N., *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012

- CIVERRA E., *Il finanziamento delle società di capitali*, Milano, 2013
- COASE R., *the Nature of the Firm*, in *Economica*, Vol. 4 (16), 1937, 386 ss.
- COASE R., *The Problem of Social Cost*, in *The Journal of Law & Economics*, III, 1960, 1 ss.
- COFFEE JR C.– KLEIN W. A., *Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations*, in *University of Chicago Law Review*, 58, 1991, 1207 ss.
- CORDONNIER P., *Le nouveau régime des obligataires*, Paris, 1936
- COSTI R.– ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Padova, 2004
- D’ALESSANDRO F., «*La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata*». Ovvero: esiste ancora il diritto societario?, in *Riv. Soc.*, 2003, I, 4 ss.
- D’ALESSANDRO F., *Il diritto pretorio delle società a mezzo secolo dal codice civile*, in *Riv. soc.*, 2003, 34 ss.
- D’AMBROSIO R., *Art. 127*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* diretto da F. Capriglione, IV, Padova, 2012, 2016 ss.
- D’ATTORRE G., *Commento all’Articolo 177*, in Aa. Vv., *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Commento per articoli* a cura di A. Nigro, M. Sandulli, V. Santoro, Torino, 2014, 291 ss.
- D’ATTORRE G., *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007
- D’ATTORRE G., *Le proposte di concordato preventivo concorrenti*, in *Il fall. e le altre proc. concorsuali*, 2015, fasc. 11, 1163 ss.
- DAMMANN R.– PODEUR G., *L’affaire Eurotunnel : première application du règlement CE n°1346/2000 à la procédure de sauvegarde*, *Recueil Dalloz*, 2006, 2329 ss.
- DATI G., *Art. 2415*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, II, Padova, 2005, 1280 ss.
- DE CESARI P., “*Disposizioni alle quali non è permesso derogare convenzionalmente*” e “*norme di applicazione necessaria*” nel Regolamento Roma I, in *Nuovi strumenti del diritto internazionale privato. Liber Fausto Pocar*, a cura di G. Venturine – S. Bariatti, Vol. 2, 2009, 257 ss.

- DE LUCA N.– STAGNO D'ALCONTRES A., voce *Obbligazioni di società*, in *Enc. dir.*, Milano, VI, 2002, 835 ss.
- DE LUCA TAMAJO R., *La norma inderogabile nel diritto del lavoro*, Napoli, 1976, 24 ss.
- DE VITA A., *La disciplina delle obbligazioni in Europa*, in *Società*, 1991, 357 ss.
- DEL PRATO E., *Voto contro compenso*, in *NGCC*, 2015, parte II, 167 ss.
- DEMOTT D. A., *The Internal Affairs Doctrine: Theoretical Justifications and Tentative Explanations for its Continued Primacy*, in *Harvard Law Review*, 115, 2002, 1480 ss.
- DIDIER P., *Droit Commercial, 3, Le marché financier. Les groupes de sociétés*, PUF, 1993
- DORAN M.– LEE S., *Bond Exit Consents: No Way Out?*, in *PLC Magazine*, 30 agosto 2012, reperibile su <http://uk.practicallaw.com/5-521-0774?sd=plc>
- DRAKE K. S., *The fall and rise of the exit consent*, in *Duke Law Journal*, 2014, 63, 1622 ss.
- DUNLOP S., *Liability Management: Exit Consents and Oppression of the Minority*, *Clifford Chance Client Briefing*, 31 July 2012, reperibile su www.cliffordchance.com/briefings/2012/07/liabilitymanagementexitconsents.html
- F. FERRARA JR – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2001
- FABIANI M., *Di un ordinato ma timido disegno di legge delega sulla crisi d'impresa*, in *Il fall. e le altre proc. concorsuali*, 2016, fasc. 3, 261 ss.
- FABRIZIO S., *sub art. 92*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 543 ss.
- FAUCEGLIA G., *Le obbligazioni emesse dalle banche*, in *Quaderni giur. comm.*, Milano, 2000
- FERRARA JR F., *La posizione degli obbligazionisti nel concordato della società emittente*, in *Dir. fall.*, 1960, I, 29 ss.
- FERRI G., *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano fondato da F. Vassalli*, vol. X, Torino, 1985
- FERRI G., *Poteri e responsabilità in materia di società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1959, 35 ss.

- FERRI G., *Recensione a D. PETTITI, I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964, in *Riv. dir. comm.*, 1965, I, 159 ss.
- FERRI Jr G., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 11-12, 805 ss.
- FERRO LUZZI F., *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 673 ss.
- FORMIGGINI A., *Diritti individuali degli azionisti privilegiati e degli obbligazionisti*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1952, 115 ss.
- FRANZONI M., *L'illecito*, seconda edizione, Milano, 2010, I
- FRÈ G.– CAVALLO BORGIA R., *Società per azioni. Tomo II. Delle obbligazioni*, Bologna, 2000
- FRÈ G., *Recenti orientamenti in materia di società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1956, 56 ss.
- GALANTI E., *La storia dell'ordinamento bancario e finanziario italiano fra crisi e riforme*, in E. Galanti (a cura di), *diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova, 2008, 53 ss.
- GALGANO F., *Delle associazioni non riconosciute e dei comitati*, in *Comm. cod. civ.* a cura di A. Scialoja – G. Branca, Bologna – Roma, 1976, 9 ss.
- GALGANO F., *La società per azioni*, in *Tratt. Dir. comm. e dir. pubbl. ec.* diretto da F. Galgano, VII, Padova, 1988, 403 ss.
- GALGANO F., *Recensione a Mignoli. Le assemblee speciali*, in *Riv. dir. civ.*, 1961, I, 279 ss.
- GALGANO F., *Repliche in tema di società personali. Principio di maggioranza e collegialità*, in *Riv. dir. civ.*, 1964, I, 224 ss.
- GALLETTI D., *“Elasticità” della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *BBTC*, 1997, I, 239 ss
- GALLI S., *Osservazioni in tema di modificazioni del prestito obbligazionario*, in *Giur. comm.*, 1991, II, 511 ss.
- GAMBINO A.– SANTOSUOSSO D., *Società di capitali*, II, Torino, 2006
- GAMBINO A., *Il principio di correttezza nelle deliberazioni assembleari*, Milano, 1987

- GARDELLA A., *Art. 1*, in F. SALERNO – P. FRANZINA, *Commentario al Regolamento CE n. 593/2008 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 giugno 2008 sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali (Roma I)*, in *Nuove leggi. civ. comm.*, 2009, I, 582 ss.
- GENGHINI L.– SIMONETTI P., *Codice delle società commentato con le massime notarili*, a cura di L. Genghini, Vol. 1, Milano, 2013
- GENTILI A., *La “nullità di protezione”*, in *Europa e diritto privato*, 1, 2011, 77 ss.
- GENTILI A., *Nullità, annullabilità, inefficacia (nella prospettiva del diritto europeo)*, in *I Contratti*, 2, 2003, 200 ss.
- GIANNELLI A.– MATINO A., *Offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in P. SFAMENI – A. GIANNELLI, *Diritto dei mercati e degli intermediari finanziari*, seconda ed., Milano, 2015, 285 ss.
- GIANNELLI A., *Art. 2410*, in *Obbligazioni - Bilancio* a cura di M. Notari e L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. G. Marchetti e L. A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Milano, 2006, 5 ss.
- GIANNELLI A., *Art. 2411*, in *Obbligazioni - Bilancio* a cura di M. Notari e L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. G. Marchetti e L. A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Milano, 2006, 27 ss.
- GIANNELLI A., *Art. 2412*, in *Obbligazioni - Bilancio* a cura di M. Notari e L. A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. G. Marchetti e L. A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Milano, 2006, 85 ss.
- GIANNELLI A., *Banche e attività bancaria*, in P. SFAMENI – A. GIANNELLI, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, 2015, Milano, 143 ss.
- GIANNELLI A., *Le obbligazioni ibride tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, in *Collana di Diritto dell'Economia* diretta da P. G. Marchetti, Milano, 2013, 1 ss.
- GILSON S. C.– JOHN K.– LANG L., *Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default*, in *Journal of Financial Economics*, 27, 1990, 315 ss.
- GIORGIANI F.– TARDIVO C.M., *Manuale di diritto bancario e degli operatori finanziari*, Milano, 2009, 69 ss.
- GRAZIANI A., *Diritto delle società*, Napoli, 1963
- GRECO P., *Lezioni di diritto commerciale*, Torino 1944

- GRELON B., *La consultation des créanciers obligataires dans la cadre d'une procédure collective d'insolvabilité*, *Revue des Sociétés* 2008, 25 ss.
- GUERRERA F., *Il «nuovo» concordato fallimentare*, in *BBTC*, 2006, 5, 527 ss.
- GUERRERA F., *Struttura finanziaria, classi di creditori e ordine delle prelazioni nei concordati di società*, in *Dir. fall.*, 2010, 712
- GULATI M.– ZETTELMEYER J., *Making a voluntary Greek debt exchange work*, in *Capital Markets Law Journal*, 2012, 7, 168 ss.
- HOUBEN M., *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, in *Riv. soc.*, 2015, 617 ss.
- HUREAU G., *Les pouvoirs des assemblées d'obligataires*, Paris, 1948
- JACHIA J., *La filigrana del nuovo concordato preventivo*, in AA. VV., *Il concordato preventivo e la ristrutturazione del debito di impresa*, Torino, 2006
- JAEGER P.J.– DENOZZA F., *Appunti di diritto commerciale*, Milano, 2000
- JARZEMSHKY M., *Caesars Takes Aim at Law Aiding Creditors*, in *The Wall Street Journal*, 6 dicembre 2015
- KAHAN M.– TUCKMAN B., *Do Bondholders Lose from Junk Bond Covenant Changes?*, in *Journal of Business*, 1993, 66, 499 ss.
- KLEE K. N., *How Judges Are Skewing Bond Law*, in *The Wall Street Journal*, 8 novembre 2015, disponibile su www.wsj.com/articles/how-judges-areskewing-bond-law-1447019326
- KRONKE H., *Capital Markets and Conflict of Laws*, in *Rec. des Cours*, 2000, 351 ss.
- LA MALFA A., *Art. 124*, in *Commentario alla legge fallimentare* diretto da C. Cavallini, Artt. 124-215, Milano, 2010, 3 ss.
- LAMANDINI M., *Perpetual notes e titoli obbligazionari a lunga o lunghissima scadenza*, in *BBTC*, 1991, I, 606 ss.
- LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001
- LAMANNA F., *La miniriforma (anche) del diritto concorsuale secondo il decreto "contendibilità e soluzioni finanziarie" n. 83/2015: un primo commento*, in *Il fallimentarista*, 2015, reperibile su <http://www.ilfallimentarista.it>
- LE CANNU P., *Droit des sociétés*, Paris, 2003

- LIBONATI B., *Corso di diritto commerciale*, Milano, 2009
- LIU B., *Exit Consents in Debt Restructurings*, 13 febbraio 2017, disponibile su <https://ssrn.com/abstract=2916453B>
- LO CASCIO G., *Società per azioni. Obbligazioni, deposito, iscrizione e pubblicazione delle modificazioni, recesso, operazioni sul capitale. Artt. 2410-2447 decies*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di G. Lo Cascio, seconda edizione, 2007, 110 ss.
- LOSS L.– SELIGMAN J., *Securities Regulation*, IV, Frederick (Md), 2000
- MACNEIL I. R., *Contracts: Adjustment of Long-Term Economic Relations under Classical, Neoclassical and Relational Contract Law*, in 72 *Northwestern Law Review*, 1978, 853 ss.
- MAISANO A., *Il concordato preventivo della società*, Milano, 1980
- MANTOVANI M., *Le nullità e il contratto nullo*, in V. ROPPO, *Trattato del contratto*, a cura di A. Gentili, IV, Milano, 2006, 170 ss.
- MARCHETTI P. G., *Art. 16*, in AA. VV., *Modificazioni alla disciplina delle società per azioni, in accomandita per azioni, a responsabilità limitata e cooperative, in attuazione della direttiva del Consiglio delle Comunità europee n. 77/91 del 13 dicembre 1976, ai sensi della l. 8 agosto 1985, n. 412*, commentario a cura di P. G. Marchetti, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1988, 123 ss.
- MARCHETTI P. G., *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *BBTC*, 1994, I, 486 ss.
- MASI P., *Parità di trattamento*, in *Testo unico delle Finanze, Tomo II, Emittenti*, a cura di G. F. Campobasso, Torino, 2002, 751 ss.
- MODIGLIANI F. –MILLER M., *The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*, in *American Economic Review*, vol. 48, n. 3, June 1958, 261 ss.
- MONTALENTI P., *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011
- MONTALENTI P., *Sub art. 2325-bis*, in *Il nuovo diritto societario*, commentario diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004, I, 31 ss.
- MONTANARI M., *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm*, I, 1996, 899 ss.

- MOSCONI F.– CAMPIGLIO C., *Diritto Internazionale Privato e Processuale. Parte generale e obbligazioni*, 5° ed., Vol. I, Torino, 2010
- MUCCIARELLI F. M., *Articolo 92*, in *Commentario T.U.F. – Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni. Tomo I, Artt. 1-101*, a cura di F. Vella, Torino, 2012, 867 ss.
- MUCCIARELLI F. M., *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, 180 ss.
- NAVARRINI U., *Delle società e delle associazioni commerciali*, Milano, 1924, 731 ss.
- NIGRO A.– VATTERMOLI D., *Le proposte concorrenti nel concordato preventivo*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2015, fasc. 4, 93 ss.
- OPPO G., *Finanziamenti in ECU, clausole monetarie e garanzie del prestito*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, 213 ss.
- PALUCHOWSKI A., *L'accordo di ristrutturazione ed il controllo del tribunale nel giudizio di omologazione*, in *Il Fallimento*, 2011, 1, 98 ss.
- PANETTA F., *Un sistema finanziario per la crescita. Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia*, Milano, 27 gennaio 2014, disponibile sul sito www.bancaditalia.it
- PANTÉ F. G.– QUATRARO G., *Azioni, obbligazioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, Napoli, 2004
- PATERSON S., *The Adaptive Capacity of Markets and Convergence in Law: UK High Yield Issuers, US Investors and Insolvency Law*, in *The Modern Law Review*, Vol. 78, Issue 3, 2015, 431 ss.
- PELLEGRINO G., *Sul voto degli obbligazionisti nel concordato della società*, in *Riv. soc.*, 1976, 1174
- PESCATORE S., *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1968, I, 123 ss.
- PETTITI D., *I titoli obbligazionari della società per azioni*, in *Saggi di Diritto Commerciale*, collana diretta da T. Ascarelli, Milano, 1964
- PISANI L., *Le obbligazioni*, in AA. VV., *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Torino, 2006, rist. 2007, 769 ss.
- PORTALE G. B., *Riforma delle società di capitali e limiti di effettività del diritto nazionale*, in *Corriere Giuridico*, 2003, 145 ss.

- PORTALE G.B., “*Prestiti subordinati*” e “*prestiti irredimibili*” (appunti), in *BBTC*, 1996, I, 3 ss.
- PREITE D., *Il conflitto di interessi del socio tra codice e disciplina del mercato mobiliare*, in *Riv. Soc.*, 1988, 361 ss.
- RIGOTTI M., *Informativa societaria*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 1999, II, 615 ss.
- RIPERT G.– ROBLLOT R., *Traité de Droit commercial*, 1, a cura di M. Germain e V. Magnier, 2008
- RIPERT G.– ROBLLOT R., *Traité de Droit commercial*, 2, a cura di M. Germain e V. Magnier, 2011
- ROE M. J., *The Trust Indenture Act of 1939 in Congress and the Courts in 2016: Bringing the SEC to the Table*, in *Harvard Law Review Forum*, 10 maggio 2014, disponibile su <http://harvardlawreview.org/2016/05/the-trust-indenture-act-of-1939-in-congress-and-the-courts-in-2016-bringing-the-sec-to-the-table/>;
- ROPPO V., *Il contratto*, seconda ed., in *Trattato di diritto privato*, a cura di G. Iudica – P. Zatti, Milano, 2011
- ROSSI G.– STABILINI A., *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, I, 2003, 1 ss.
- ROSSI G., *Competizione regolamentare e contrattualizzazione del diritto societario*, in *Riv. Soc.*, 2016, 1 ss.
- RUSSO A., *Commento all’art. 92*, in M. FRANTINI – G. GASPARRI, *Il Testo Unico delle Finanze*, Tomo II, Torino, 2012, 1029 ss.
- SACCHI R., *Dai soci di minoranza ai creditori di minoranza*, in *Fall.*, 2009, 1062 ss.
- SACCHI R., *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, Milano, 1981
- SACCHI R., *Concordato preventivo, conflitti di interessi fra creditori e sindacato dell’Autorità giudiziaria*, in *Il fallimento*, 2009, fasc. 1, 30 ss.
- SACCHI R., *Lupi e conflitto di interessi dei creditori nel concordato*, in *Riv. dir. comm. e dir. gen. obbl.*, 2014, parte I, 49 ss.
- SANGIOVANNINI V., *Rimborso del prestito obbligazionario e conflitto fra obbligazionisti*, in *Giur. merito*, 2011, 1857 ss.

- SANTA MARIA A., *Diritto commerciale europeo*, Terza ed., Milano, 2008
- SARALE M., *Le società per azioni. Obbligazioni*, in *Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale* fondata da W. Bigiavi, Torino, 2000
- SARALE M., *Nota a Tribunale di Milano, 18 settembre 1989*, in *Giur. It.*, 1991, 1, II, 39 s.
- SARDELLI S., *Gioielli e principio di parità di trattamento degli azionisti: un connubio impossibile?*, in *Giur. comm.*, 2016, 4, parte I, 516 ss.
- SCALISI V., *Contratto e regolamento nel piano d'azione delle nullità di protezione*, in *Riv. dir. civ.*, 5, 2003, 459 ss.
- SCIUTO M., *La classazione dei creditori nel concordato preventivo (un'analisi comparatistica)*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 566 ss.
- SCORZA G., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1971
- SEVERINI F., *I problemi procedurali del concordato preventivo*, in AA. VV., *Il concordato preventivo e la ristrutturazione del debito di impresa*, 2006, 54 ss.
- SMITH S. M.– SHARPE H., *An Offer You Can't Refuse: When Does Coercion of a Group to Accept a Proposal Constitute Oppression of the Minority?*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2014, 29, 288 ss.
- SPADA P., *La tipicità delle società*, Padova, 1974
- STANGHELLINI L., *Creditori "forti" e governo della crisi d'impresa nelle nuove procedure concorsuali*, in *Il fallimento*, 2006, 378 ss.
- STELLA RITCHER JR M., *Strumenti finanziari e società per azioni*, in *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Quaderni di Giur. Comm.*, 2015, 70 ss.
- STELLA RITCHER JR.M., *I titoli di credito nel nuovo sistema di diritto internazionale privato*, in *BBTC*, I, 1996, 767 ss.
- V. COLUSSI, voce *Obbligazioni di società*, in *Enc. giur.*, XXI, Roma, 1990, 5
- VALENSINESE P., *Il procedimento di presentazione della proposta di concordato fallimentare*, in P. G. De Marchi (a cura di), *Il concordato fallimentare*, Bologna, 2008, 55 ss.
- VALERI G., *Manuale di diritto commerciale*, Firenze, 1948, I
- VALZER A., *Gli obbligazionisti e i titolari di strumenti finanziari non partecipativi nelle procedure di concordato*, in *Riv. soc.*, fasc. 1, 2014, 47 ss.

- VALZER A., *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2012
- VANONI S., *I crediti subordinati*, Torino, 2000
- VELLA P., *La contendibilità dell'azienda in crisi. Dal concordato in continuità alla proposta alternativa del terzo*, in www.ilcaso.it, 2 febbraio 2016, 1 ss.
- VENTORUZZO M., *Commento sub art. 92*, in *La disciplina delle società quotate. Commentario*, a cura di P. G. Marchetti - L.A. Bianchi, Milano, 1999, 12 ss.
- VILLANI U., *La Convenzione di Roma sulla legge applicabile ai contratti*, Bari, 2002
- VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale, II, Le società commerciali*, Milano, 1929, 341 ss.
- WILLIAMSON O. E., *Transaction Cost Economics and the Governance of Contractual Relations*, in *Journal of Law and Economics*, 1979, 237 ss.
- WOOD P., *International Loans, Bonds and Securities Regulation*, London, 1995
- WOOD P., *Law and Practice of International Finance*, London, 2008
- WOOD P., *Syndicated credit agreement: majority voting*, in *The Cambridge Law Journal*, July 2003, 62(2), 261 ss.

INDICE DELLA GIURISPRUDENZA

- Corte di Giustizia CE, 19 giugno 2008, causa C-319/06, Commissione c. Lussemburgo
- Corte di Giustizia CE, 30 settembre 2003, causa C-167/01, Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam c. Inspire Art Ltd
- Corte di Giustizia CE, 5 novembre 2002, causa C-208/00, Überseering BV c. Nordic Construction Company Baumanagement GmbH
- Corte di Giustizia CE, 23 novembre 1999, causa C-369/96 e C-376/96, Arblade e Leloup
- Corte di Giustizia CE, 9 marzo 1999, causa C-212/97, Centros Ltd c. Erhvervs-og Selskabsstyrelsen

Cass., 22 gennaio 1999, n. 589, in *Foro it.*, 1999, I, c. 3332

App. Milano, 17 novembre 1998, in *Società*, 1999, 194 ss.

App. Genova, 11 giugno 1994, in *Società*, 1995, 796 ss.

Trib. Milano 12 febbraio 2014, in *Società*, 11, 2014, 1191 ss.

Trib. Milano, Sez. II, decr., 25 marzo 2010, in *Il Fallimento*, 2011, 1, 92 ss.

Trib. Mantova, 15 novembre 2010 (ord.), in *Giur. merito*, 2011, 1855 ss.

Trib. Monza, 13 giugno 1997, in *Riv. dir. comm.*, II, 358 ss. e in *Società*, 1998, 175 ss.

Trib. Alessandria, 2 aprile 1992, in *Giur. it.*, 1992, I, 2, 441 ss.

Trib. Milano, 18 settembre 1989, in *Giur. comm.*, 1990, II, 507 ss. e in *Società*, 1990, 473 ss.

Trib. Milano, 1 marzo 1951, in *BBTC*, 1951, II, 136 ss.

Marblegate Asset Mgmt. v. Education Mgmt. Corp. (Docket No. 15-2124-cv(L), 17 January 2017)

MeehanCombs Global Credit Opportunities Funds, LP v. Caesars Entertainment Corp. (S.D.N.Y. 2015).

Marblegate Asset Mgmt. v. Education Mgmt. Corp. (S.D.N.Y. 2014)

Azevedo v IMCOPA – Importacao, Exportacao e Industria de Oleos Ltda [2013] EWCA Civ 364 (22 April 2013)

Assénagon Asset Management S.A. vs Irish Bank Resolution Corporation Limited [2012] EWHC 2090 (Ch) (27 July 2012)

YRC Worldwide Inc. v. Deutsche Bank Trust Co. Americas (D. Kan. 2010)

Brady v. UBS Fin. Servs., Inc., 538 F.3d 1319, 1325 (10th Cir. 2008)

In Magten Asset Management Corporation & Law Debenture Trust «Company of New York, v. Northwestern Corporation (Bankr. D. Del. 2004)

Federated Strategic Income Fund v. Mechala Grp. Jam. Ltd. (S.D.N.Y. 1999)

British America Nickel Corp Ltd v MJ O'Brien Ltd [1927] AC 369

Goodfellow v Nelson Line Liverpool Limited [1912] 2 Ch 324

Hackettstown Nat Bank v D G Yuengling Brewing Co., 74, *Federal Reporter*, 1896

Redwood Master Fund Ltd v TD Bank Europ Ltd and Others [2002] ALL ER (D) 141; *Re Holders Investment Trust Ltd* (Ch.D.) [1971] 1 W.L.R. 583

UPIC & Co. v. Kinder-Care Learning Centers, Inc. (S.D.N.Y. 1992); *In re Northwestern Corp.* (Bankr. D. Del. 2004)

INDICE DEI PROSPETTI INFORMATIVI CONSULTATI

MEDIOBANCA – BANCA DI CREDITO FINANZIARIO S.P.A., Euro 5,000,000,000
Covered Bond Programme unconditionally and irrevocably guaranteed as to payments of interest and principal by Mediobanca Covered Bond S.r.l., Base prospectus dated October 26, 2015, Section “Rules of Organisation of the Bondholders”

UNICREDIT S.P.A., € 35,000,000,000 *Obbligazioni Bancarie Garantite Programme Guaranteed by UniCredit BpC Mortgage S.r.l., Base prospectus dated 21 May 2015, Section “Rules of Organisation of the OBG Holders”*

INTESA SANPAOLO S.P.A., €20,000,000,000 *Covered Bond (Obbligazioni Bancarie Garantite) Programme unsecured and unconditionally and irrevocably guaranteed as to payments of interest and principal by ISP CB Ipotecario S.r.l., Base Prospectus dated 23 December 2016, Section “Rules of Organisation of Covered Bondholders”*

AEROPORTI DI ROMA S.P.A., *Prospetto relativo al Programma di Emissioni Obbligazionarie (Euro Medium Term Note Programme) per un importo massimo di €1,5 miliardi, approvato il 28 aprile 2016*

TERNA - RETE ELETTRICA NAZIONALE S.P.A., *Prospetto relativo al Programma di Emissioni Obbligazionarie (Euro Medium Term Note Programme) per un importo massimo di €8 miliardi, approvato il 15 dicembre 2015*

A2A S.p.A., *Prospetto relativo al Programma di Emissioni Obbligazionarie (Euro Medium Term Note Programme) per un importo massimo di €4 miliardi*, approvato il 19 dicembre 2014

ENEL S.p.A. – ENEL FINANCE INTERNATIONAL N.V., *Prospetto relativo al Programma di Emissioni Obbligazionarie (Euro Medium Term Note Programme) per un importo massimo di €35,000,000,000*, approvato il 20 ottobre 2015

A2A S.p.A., *Prospetto relativo al Programma di Emissioni Obbligazionarie (Euro Medium Term Note Programme) per un importo massimo di €4 miliardi*, approvato il 19 dicembre 2014

AEROPORTI DI ROMA S.p.A., *Prospetto relativo al Programma di Emissioni Obbligazionarie (Euro Medium Term Note Programme) per un importo massimo di €1,5 miliardi*, approvato il 28 aprile 2016

TERNA - RETE ELETTRICA NAZIONALE S.p.A., *Prospetto relativo al Programma di Emissioni Obbligazionarie (Euro Medium Term Note Programme) per un importo massimo di €8 miliardi*, approvato il 15 dicembre 2015

A2A S.p.A., *Prospetto relativo al Programma di Emissioni Obbligazionarie (Euro Medium Term Note Programme) per un importo massimo di €4 miliardi*, approvato il 19 dicembre 2014